Handelshøyskolen BI - campus Bergen

BTH 95031

Bacheloroppgave - Økonomistyring og investeringsanalyse

Bacheloroppgave

Bacheloroppgave, Verdivurdering av Selfa Arctic AS

Navn	Mads Huun Michelsen, Tord Morken, Ola Christoffer Buschmann Endresen

Utlevering:	09.01.2017 09.00
Innlevering:	02.06.2017 12.00

Verdsettelse av båtbyggerselskapet Selfa Arctic AS

BTH3620: Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Studium: Bachelorstudiet i Økonomi og administrasjon

Økonomistyring og Investeringsanalyse

Utlevering: Semesterstart

Innleveringsdato: 01.06.2017

Studiested: BI Bergen

Denne oppgaven er gjennomført som en det av studiet ved Handelshøyskolen BI.Dette innebærer ikke at handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.

Forord

Vi valgte å skrive en verdsettelse av Selfa Arctic AS ettersom selskapet opererer i en bransje vi i utgangspunktet hadde lite kunnskap om. Dette appellerte til oss i forhold til å lage en verdivurdering, og ikke minst i forhold til det å lære mer om selskapet og bransjen som helhet.

Vi ser på verdsettelse som en god måte å anvende den kunnskapen vi har opparbeidet oss gjennom vår studietid på Handelshøyskolen BI Bergen. Videre har prosessen vært lærerik på flere måter. Vi har lært å anvende teori til er praktisk formål, samtidig som vi har lært mye om bransjen Selfa Arctic AS er ledende i.

I valgprosessen ønsket vi å finne en mellomstor bedrift der muligheten for dialog og diskusjon underveis i skrivingen var tilstede. Vi ble derfor veldig glad for at Selfa Arctic AS ønsket å samarbeide med oss. De har vært svært behjelpelige gjennom hele oppgaveprosessen. Vi ønsker derfor å rette en stor takk til daglig leder i Selfa Arctic AS Erik Ianssen og teknisk sjef Ivar Jakobsen.

Vi vil avrunde med å rette en stor takk til vår veileder Johnny Olesen. Han har vært svært behjelpelig gjennom alle tre årene i vårt studium, og har gitt verdifulle råd og tilbakemeldinger i forbindelse med bacheloroppgaven.

Ola Endresen *Tord Morken* *Mads Huun Michelsen*

Sammendrag

I denne oppgaven har vi gjennom en fundamental verdsettelsesmetode funnet et estimat på egenkapitalverdien til Selfa Arctic AS per 01.01.2016. Verdsettelsesdatoen er fastsatt ved utgangspunkt i det siste tilgjengelige årsregnskapet, 2015.

Vi starter oppgaven med å beskrive problemstillingen. Videre har vi presentert Selfa Arctic AS og den tilhørende næringen i Norge. I neste omgang gjør vi rede for den anvendte metoden og det teoretiske rammeverket som er benyttet. Deretter har vi utført en strategisk analyse med den hensikt å avdekke relevante forhold knyttet til den fremtidige driften av selskapet. Forhold identifisert i denne delen blir så brukt videre for å underbygge parametere anvendt i prognosen.

Neste fase av oppgaven handler om å se nærmere på regnskapstallene. Formålet med dette var å se hvordan utviklingen har vært for Selfa i forbindelse med sentrale nøkkeltall som forklarer lønnsomhet, soliditet og likviditet. Dette ga oss et viktig grunnlag i forkant av estimeringene i fremtidsregnskapet. Prognostiseringen ble gjennomført for perioden 2016-2020, med utgangspunkt i historisk regnskapsdata og egne funn i analysene.

Videre reformulerte vi balansen for å komme frem til ytterlige grunnlag for verdivurderingen. Resultatregnskapet ble ikke reformulert på grunn av at driften allerede er normalisert.

Deretter finner vi verdier for beta, risikofri rente og markedets risikopremie. Disse verdiene danner grunnlaget for avkastningskravet, som er anslått til 11,88 %.

Avslutningsvis benyttes prognosene og avkastningskravet for å estimere en fri kontantstrøm for de ulike årene, samt en terminalverdi. Gjennom beregninger og ulike forutsetninger kom vi frem til en verdi av egenkapitalen på NOK 14 474 363. For å se på usikkerheten i de mest usikre estimerte prognosene gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse. Analysen estimerte et verdiintervall mellom NOK 6 045 135 og NOK 21 458 518 med 80 % sikkerhet.

1.0 Innledning **1**
1.1 Problemstilling 1
1.2 Om Selfa Arctic AS 1
1.3 Fiskebåtbyggenæringen i Norge 3
2.0 Metode **3**
2.1 Informasjonsinnhenting 3
2.1.1 Primærdata 3
2.1.2 Sekundærdata 4
2.2 Design 4
2.2.1 Eksplorativt design (utforskende) 4
2.2.2 Deskriptivt design (beskrivende) 4
2.2.3 Kausalt design 4
2.3 Reliabilitet og validitet 5
3.0 Anvendt verdsettelsesmetode **5**
3.1 Verdsettelsesteknikker 5
3.2 Valg av verdsettelsesmetode 6
3.3 Utdypning av valgt teknikk 6
4.0 Teori **7**
4.1 Avkastningskrav 7
4.2 Risiko 7
4.3 Risikofri rente 8
4.4 Risikoholdning 8
4.4.1 Risikonøytral 8
4.4.2 Risikoavers 8
4.4.3 Risikosøkende 8
4.5 Markedets risikopremie 9
4.6 Beta 9
4.6.1 Justert beta 10
4.7 Kapitalverdimodellen 10
4.8 Weight Average Cost of Capital (WACC) 10
5.0 Omgruppering av Regnskapet **11**
5.1 Omgruppering av balansen 11
5.1.1 Aktiva 11
5.1.2 Passiva 12
5.1.3 Reformuleringsprosessen av balansen 12
5.2 Omgruppering av resultatregnskapet 13
6.0 Strategisk analyse **13**
6.1 Bransjeanalyse 13
6.1.1 Leverandørenes forhandlingsmakt 14
6.1.2 Kundenes forhandlingsmakt 15
6.1.3 Trussel fra nyetableringer 16
6.1.4 Trussel fra substitutter 16
6.1.5 Intern rivalisering 17
6.1.6 Vurdering av trusler og muligheter 17
6.2 PESTEL-analyse 17
6.2.1 Politiske forhold 18

6.2.2 Økonomiske forhold 18
6.2.3 Sosiokulturelle og miljømessige forhold 19
6.2.4 Teknologiske forhold 19
6.3 Intern analyse 19
6.3.1 Ressursanalyse 20
6.3.1.1 Synlige ressurser 20
6.3.1.2 Usynlige ressurser 21
6.3.2 VRIO-analysen 22

7.0 Regnskapsanalyse 22
7.1 Lønnsomhetsanalyse 23
7.1.1 Totalkapitalrentabilitet (TKR) 23
7.1.2 Egenkapitalrentabilitet (EKR) 24
7.2 Likviditetsanalyse 25
7.2.1 Likviditetsgrad 1 25
7.2.2 Likviditetsgrad 2 26
7.2.3 Arbeidskapital i prosent av driftsinntekt 26
7.3 Soliditetsanalyse 27
7.3.1 Egenkapitalandel 27
7.3.2 Gjeldsgrad 28
7.3.3 Rentedekningsgrad 29
7.3.4 Finansieringsgrad 1 30
7.4 Oppsummering av regnskapsanalysen 31

8.0 Prognostisering av framtidsregnskap 31
8.1 Nybygginntekter 32
8.2 Reparasjon/Service/Kontroll- inntekter 32
8.3 Andre driftsinntekter 33
8.4 Varekostnad 34
8.5 Lønnskostnad 34
8.6 Avskrivninger 35
8.7 Investeringer i driftsmidler 35
8.8 Annen driftskostnad 35
8.9 Skatt 36
8.10 Endring i operasjonell arbeidskapital 36

9.0 Balansereformulering som grunnlag for verdsettelsen 36
9.1 Omgruppering av resultatregnskapet 37

10.0 Avkastningskrav 37
10.1 Beta 37
10.1.1 Betaverdi justert for Blume-effekten 39
10.2 Skatt 39
10.3 Risikofri rente 39
10.4 Markedets risikopremie 39
10.5 Småbedriftspremie 40
10.6 Gjeldskostnad 40
10.7 WACC 40

11.0 Verdien av egenkapitalen til Selfa Arctic AS 41

12.0 Sensitivitetsanalyse 42

12.1 Monte Carlo Simulering 42
12.2 Nybygginntekt 42
12.3 Reparasjon/Service/Kontroll-inntekt 43
12.4 Varekostnad i % av driftsinntekt 43
12.5 Unlevered beta 43
12.6 Småbedriftspremie 43
12.7 Markedets risikopremie etter skatt 43
12.8 Resultat av Monte Carlo-simuleringen 44

13.0 Konklusjon 44

14.0 Kritikk til oppgaven 45
14.1 Avkastningskrav 45
14.2 Beta 45
14.3 Risikofri rente 45
14.4 Tidspunkt for verdsettelsen 46
14.5 Småbedriftspremien 46

15.0 Referanser 47

16.0 Vedlegg 50

1.0 Innledning

1.1 Problemstilling

Vi skal i denne bacheloroppgaven gjennomføre en verdivurdering av Selfa Arctic AS. Vi vil ta utgangspunkt i en verdivurdering ut ifra selgers perspektiv. Verdsettelsen gjøres med utgangspunkt i siste tilgjengelige årsrapport fra 2015. Problemstillingen er som følger:

- *«Hva er markedsverdien av egenkapitalen til Selfa Arctic AS per 01.01.2016?»*

1.2 Om Selfa Arctic AS

Selfa Arctic AS, heretter Selfa, er et skipsbyggeri som har en lang historie. Det er først i senere tid, 1972 og utover, at bedriften har drevet med båtproduksjon. Selfa ble etablert som et familieselskap av Carl W. Ianssen i 1872 og drev hovedsakelig med papp/papirproduksjon før de endret strategi og la om til båtproduksjon i 1972. Erik Ianssen er i dag bedriftens daglige leder, og selskapet består av 40 ansatte. Selfa er et datterselskap av Industriparken Eiendom AS hvor Erik Ianssen eier 100 % av aksjene.

Selfa er i dag Norges ledende sjarkbygger. I en periode på godt over fem år har kystmagasinet samlet informasjon om 196 nybygg i størrelsen 7,65 til 15 meter og funnet at Selfa har bygget 21 prosent av alle nybygg i denne perioden. (Engø 2016) Dette er flest av alle sjarkbyggere i det norske markedet. Selskapet har i dag en markedsandel på om lag 50% når det gjelder fiskebåter under 15 meter bygget i glassfiber. (Selfa Arctic AS 2017)

I 2015 ble verdens første elektriske fiskefartøy levert og satt i drift av Selfa. Det arbeides aktivt for å redusere skadelige klimagassutslipp både i produksjon og ved å utvikle klimavennlige fiskefartøy. EL-sjarken El-Max 1099 er et produkt av dette arbeidet og er bygd som en del av selskapets nullutslippsstrategi. I desember 2016 ble det offentliggjort at Selfa skal satse videre på utvikling av EL-sjarker. I 2018 forventes det at den første serieproduserte elektriske båten lanseres. Daglig leder Erik Ianssen begrunner dette med at han forventer et teknologiskifte i bransjen, og at selskapet da vil være i fremste rekke. (Martinussen, Nyheter 2016) Nylig ble det også laget en egen nullutslippsavdeling i Trondheim som en del av selskapets miljøfokus.

Selve produksjonen av båtene har vært operasjonell på Selsbakk i Trondheim og på Rødskjær sør for Harstad. Men i 2016 valgte selskapet å spisse kompetansen og samordnet derfor nybyggproduksjonen på Rødskjær i Troms. Nybygglokalene i Trondheim er nå leid ut til produksjon av maritime batterier, men leieinntektene bokføres morselskapet Indusdtriparken eiendom AS. (Årsregnskapet 2015) Dette gjorde de for å komme tettere på hovedtyngden av markedet deres samtidig som at Rødskjæranlegget også har kapasitet til å produsere større fartøyer, noe det har vært økende etterspørsel etter i de senere årene. (Selfa Arctic AS 2017)

I 2017 ble det klart at anlegget på Rødskjær ble solgt til Harstad Havn for 22 millioner kroner. Industriparken eiendom er selger av anlegget, og i prosessen ble en leiekontrakt for de neste 10 årene sikret for Selfa. Salget tilfører konsernet ekstra egenkapital gjennom morselskapet. Den nye tilførselen av egenkapital skal benyttes i satsingen fremover på serieproduserte elektriske sjarker. (Martinussen 2017)

Den andre viktige inntektskilden for selskapet er reparasjon, service og kontroll av båter. Selfa er et av 17 godkjente kontrollforetak for fiskefartøy og lasteskip mellom 8 og 15 meter. Som godkjent kontrollforetak kan Selfa kontrollere, godkjenne og utstede fartøyinstruks for både nybygg og eksisterende fartøy. Per i dag er Selfa det eneste båtbyggeriet som også er et godkjent kontrollforetak. Som nevnt over er reparasjon av båter også en del av den daglige driften til selskapet. Selfa har verksteder både i Trondheim og på Rødskjær. Her utføres service og vedlikehold av lystbåter og yrkesfartøyer. En del av driften går også til salg og montering av fremdriftsanlegg til båter.

Majoriteten av alt salg skjer i Norge, men fra tid til annen selges det også fartøy til utlandet. Sist gang dette skjedde var i 2013. Selfa er med andre ord i liten grad direkte påvirket av valutaen i utlandet ved salg av fartøyer. Men innenfor kjøp av råvarer er variasjonen større. Innkjøp av råvarer kommer fra norske leverandører, men disse leverandørene importerer alle sine varer fra utlandet. Selfa blir derfor indirekte påvirket av valuta ved kjøp av råvarer, og prisene kan således variere deretter.

Den operasjonelle situasjonen til Selfa har i perioden 2011-2015 vært preget av operasjonelle omstillinger og periodevis høyere kostnader som følge av forskning og utvikling. Salget av nybygg har vært god i perioden, men med en liten nedgang

i 2013. Selfa leverte i 2015 verdens første EL-sjark og kostnadene forbundet med ny produksjonsteknologi og kostnadene tilknyttet utviklingen av denne båten bidro til det negative resultatet i 2014. I 2015 økte årsresultatet betraktelig. Dette skyldes bedre drift og realisering av aktiva. Omstillingsarbeidet har fortsatt i 2016 ved å lokalisere alt av nybyggproduksjon i Rødskjær, og kostnadsbelastningen knyttet til utviklingen av verdens første EL-sjark reduseres utover 2016 og 2017. (Selfa Arctic AS 2015)

1.3 Fiskebåtbyggenæringen i Norge

Fiskebåtbyggenæringen skiller seg ganske klart fra den øvrige båtbyggenæringen. Årsaken er at bygging av fiskefartøy korrelerer sterkt med hva det omsettes for i fiskenæringen. Bygging av offshore, andre yrkesbåter eller fritidsbåter er mer utsatt for konjunktursvingninger, for eksempel i forhold til oljeprisen. Vi velger derfor å avgrense bransjen til bygging av fiskefartøy i Norge.

I størrelsessegmentet 10 til 13 meter er det, regnet ut i fra antall leverte båter, tre båtbyggere som er dominerende i fiskebåtbyggebransjen; Selfa, Viknes og Nor-Dan. Til sammen har disse tre levert 45 prosent av 196 nybygg i en periode som strekker seg fra 2011 til og med første halvår 2016. Av disse tre båtbyggerne har Selfa bygget 21 prosent av alle nybygg og er således markedsledende i segmentet. (Engø 2016)

Den største utfordringen for bransjen ligger i usikkerheten rundt fiskeprisene. Dersom fiskeprisene faller, vil dette samtidig kunne medføre et fall i etterspørselen etter fiskefartøyer. Omsetningen i de populære fiskeartene torsk og sei har vært stigende de siste fem årene, og fremtiden ser dermed lovende ut også for fiskebåtbyggebransjen. (Norges Råfisklag 2017)

2.0 Metode

2.1 Informasjonsinnhenting

Når man skal hente inn informasjonen man trenger for å løse den valgte problemstillingen er det viktig at denne er informasjonen er pålitelig. Vi skiller mellom to ulike data, primærdata og sekundærdata.

2.1.1 Primærdata

Primærdata er data som samles inn og brukes for å finne svar på en klart avgrenset og aktuell problemstilling. Ved å ha tett kontakt med selskapet vil man oppnå

reliabilitet og validitet i den informasjonen man innhenter. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2016, 79)

2.1.2 Sekundærdata

Sekundærdata er informasjon som allerede eksisterer. Dette er informasjon som tidligere har blitt hentet inn, ofte med et annet formål enn ditt. Dette kan for eksempel være markedsundersøkelser som er gjort i eget firma eller av andre bedrifter og organisasjoner. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2016, 57)

2.2 Design

For å løse den aktuelle oppgaven er det flere ulike undersøkelsesdesign som kan benyttes. Valg av design avhenger av hvilken type data man trenger, hvordan disse skal fremskaffes og analyseres. Designet omfatter alle stadiene i forskningsprosessen etter at relevant problemstilling er bestemt. (Gripsrud, Olsson and Silkoset 2016, 46)

2.2.1 Eksplorativt design (utforskende)

Eksplorativt design brukes for å få bedre innsikt i det aktuelle problemområdet. Dette gjøres ofte når man vet lite om saksområdet og ønsker å utforske dette nærmere. I et slikt design er det naturlig å undersøke om det er skrevet noe om temaet fra før, om det er samlet inn data av andre(sekundærdata), eller så kan man foreta seg en egen datainnsamling(primærdata). (Gripsrud, Olsson and Silkoset 2016, 47)

For å få en bedre forståelse av bransjen og selskapet i denne oppgaven har vi benyttet oss av blant annet sekundærdata i form av årsregnskap og artikler, samt primærdata i form av interne kilder i Selfa Arctic.

2.2.2 Deskriptivt design (beskrivende)

Deskriptivt design benyttes når man har en grunnleggende forståelse for det problemområdet man jobber med. Formålet med dette designet er å beskrive situasjonen på et bestemt område. (Gripsrud, Olsson and Silkoset 2016, 50)

Det vil derfor være viktig å kartlegge betydningen av de ulike variablene for å få en mest mulig riktig konklusjon.

2.2.3 Kausalt design

Kausalt design benyttes for å undersøke mulige årsaksforklaringer. Formålet med

dette designet er å se om en hendelse er årsaken til en annen hendelse under et sett med bestemte betingelser. Ved å gjennomføre et slikt eksperiment kan man manipulere de uavhengige variablene for å se om de har noe effekt på den avhengige variabelen. (Gripsrud, Olsson and Silkoset 2016, 54)

I denne oppgaven har vi benyttet oss av dette designet ved å gjennomføre ulike Monte Carlo simuleringer for å se om usikkerheten rundt de ulike forklaringsvariablene påvirker utfallet.

2.3 Reliabilitet og validitet

Ved enhver analyse er det viktig å vurdere hvor solid en undersøkelse er. Dette gjør vi ved å vurdere undersøkelsens reliabilitet og validitet. Reliabiliteten forteller oss i hvilken grad man kan stole på at resultatene er pålitelig. Det vil si at hvis man gjentar en undersøkelse flere ganger, skal denne gi samme resultat over tid. Hvis dette er tilfellet kan vi si at undersøkelsen er reliabel. Validiteten forteller oss hvor godt vi måler det vi undersøker. Det vil si at validiteten er høy når det vi undersøker er relevant for den aktuelle problemstillingen. (Gripsrud, Olsson and Silkoset 2016, 61)

3.0 Anvendt verdsettelsesmetode

I dette kapittelet vil vi først gi en kort innføring i de ulike verdsettelsesteknikkene. Vi vil så vurdere de ulike teknikkene og argumentere for hvilken teknikk som er best tilegnet for å verdivurdere Selfa. Avslutningsvis vil vi gå nærmere inn på valgt teknikk.

3.1 Verdsettelsesteknikker

Det eksisterer en rekke ulike verdsettelsesteknikker for å verdivurdere et selskap. Vi skiller normalt mellom tre ulike tilnærminger: fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse. Ved en fundamental verdsettelse ser man på nåverdien av den fremtidige kontantstrømmen basert på et estimert avkastningskrav. Når man benytter seg av en komparativ verdsettelse baserer man seg på prising av sammenlignbare selskaper. Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av den fundamentale verdsettelsen, men her tar man også hensyn til nåverdien av fleksibilitet. (Koller, Goedhard og Wessels 2010, 130) (Kaldestad og Møller 2011, 29,32)

Valg av teknikk vil avhenge av flere faktorer. Dette kommer blant annet an på fase i livssyklusen og hvilken bransje selskapet skal operere i. Det er ikke gitt at en teknikk vil gi et korrekt bilde av egenkapitalen. Det kan derfor være lurt å supplere med flere ulike teknikker slik at verdien blir så realistisk som mulig.

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

En vesentlig forutsetning for å foreta en fundamental verdsettelse er at selskapet har en lang nok regnskapshistorikk. Selfa har bygget båter siden tidlig 70-tallet og har derfor en regnskapshistorikk som strekker seg over flere tiår. Dette gir et godt grunnlag for å utføre en fundamental verdsettelse.

Det er få selskaper i bransjen som kan sammenlignes med Selfa. De ulike selskapene er så såpass ulike på flere områder at grunnlaget for en komparativ verdsettelse er mager. Det ville således vært potensial for flere feilkilder. Videre er ikke en opsjonsbasert verdsettelse aktuell ettersom det ikke er relevante årsaker for å gjennomføre det.

Ved valg av verdsettelsesteknikk er det flere andre faktorer som spiller inn. Tilgang på informasjon og tid til disposisjon, samt hvilken fase av livssyklusen bedriften befinner seg er relevant. For bedrifter som er i en moden fase av livssyklusen vil en fundamental analyse være mest aktuell. Selfa er en bedrift som er godt etablert og en veteran i bransjen. En kan derfor hevde at bedriften er i en moden fase. (Kaldestad og Møller 2011, 33)

Vi mener derfor at fundamental verdsettelse i form av FCF^{NDM}-modellen er den metoden som er best egnet til å verdivurdere Selfa. Kombinert med ulike analyser og regnskapsdata vil vi ha et godt grunnlag for å prognostisere fremtidige kontantstrømmer.

3.3 Utdypning av valgt teknikk

Fundamental verdsettelse går ut på å prognostisere Selfa sin fremtidige utvikling. For å komme frem til et fremtidsregnskap benyttes både en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. I fremtidsregnskapet skilles det mellom den eksplisitte prognoseperioden og selskapets terminalverdi. I den eksplisitte prognoseperioden estimeres fri kontantstrøm til netto driftsmidler. Normal prognoseperiode er mellom 5-10 år, dette avhenger av tilgang på informasjon.

For å beregne selskapets terminalverdi benyttes Gordons vekstformel. Selskapets verdi vil bli reflektert gjennom fremtidig fri kontantstrøm pluss nåverdien av terminalverdien. Denne verdien vil reflektere selskapets Enterprise Value. Avslutningsvis blir all rentebærende gjeld trukket fra Enterprise Value for å komme frem til verdien av selskapets egenkapital. Dette illustreres ved følgende formel:

$$EV = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^1} + \cdots + \frac{\left(\frac{FCF_n*(1+g)}{WACC-g}\right)}{(1+WACC)^n}$$

→ EV-NRBG = Verdi av egenkapitalen til Selfa Arctic AS

4.0 Teori

4.1 Avkastningskrav

Avkastningskravet for en investering skal reflektere den avkastningen man kan oppnå ved å investere i et tilsvarende prosjekt med samme risiko. Avkastningen skal kompensere for tidsverdi, inflasjon og risiko.

4.2 Risiko

Risiko defineres som kombinasjonen av mulige konsekvenser og tilhørende usikkerhet. Risiko er sannsynligheten for et en uønsket hendelse skal inntreffe. En bedrifts risiko reflekterer hvor mye usikkerhet som eksisterer i bedriften. Vi kan dele en virksomhets totalrisiko inn i to ulike typer risiko, usystematisk og systematisk risiko. (Bøhren og Michalsen 2010, 45)

Systematisk risiko er den risikoen som ikke kan kontrolleres eller diversifiseres vekk. Systematisk risiko skyldes usikkerhet rundt makrobegivenheter. Dette er informasjon som påvirker alle bedrifter og det er derfor ikke mulig å gardere seg gjennom diversifisering. En portefølje som er godt diversifisert inneholder nesten bare systematisk risiko. (Bøhren og Michalsen 2010, 45)

Usystematisk risiko eller bedriftsspesifikk risiko er den risikoen man kan bli kvitt ved å diversifisere. Usystematisk risiko kjennetegnes ved at usikkerhet kun er knyttet til spesifikke bedrifter og skriver seg fra lokale hendelser, altså mikrobegivenheter. Eksempler på usystematisk risiko kan være konflikter i ledelsen, konkursrisiko og omdømme. En veldiversifisert portefølje har nesten ingen usystematisk risiko. (Bøhren og Michalsen 2010, 44)

4.3 Risikofri rente

Den risikofrie renten gjenspeiler den avkastningen en investor kan forvente å få uten å påta seg noen form for risiko. (Bodie, et al. 2014, 137) For at en investering skal være lønnsom må avkastningen være høyere enn den risikofrie renten. Det er vanlig å ta utgangspunkt i statlige obligasjoner ved beregning av risikofri rente. En problemstilling rundt dette er om man skal ta utgangspunkt i kort eller lang rente. Valg av lengden på den risikofrie renten har en viss betydning for avkastningskravet. Ved en verdivurdering vil det være naturlig å bruke den renten som er mest stabil. Det er derfor vanlig å bruke en 10-årig statsobligasjonsrente, da denne er mer stabil enn en 3- eller 5-årig rente.

4.4 Risikoholdning

Hvilken holdning en investor har til risiko vil gjenspeiles i forventet avkastning på investeringen. En investor med en høy risikoprofil bør kunne forvente en høyere avkastning enn en investor med en lavere risikoprofil. Vi deler holdningen til risiko opp i tre ulike kategorier:

4.4.1 Risikonøytral

En person som er risikonøytral vil alltid kun se på forventet avkastning og vil ikke ta hensyn til risikoen ved investeringen. Vedkommende vil se på hvilke av alternativene som gir høyest mulig gjennomsnittlig inntekt eller lavest mulig gjennomsnittlig kostnad. (Bøhren og Michalsen 2010)

4.4.2 Risikoavers

En person som er risikoavers vil se på sammenhengen mellom risiko og forventet avkastning. Han vil ofte godta en lavere forventet avkastning samtidig som risikoen kan reduseres. En person som er risikoavers vil ikke bære mer risiko enn nødvendig. Følgelig vil personen forvente en høyere forventet avkastning desto høyere risiko han tar. (Bøhren og Michalsen 2010)

4.4.3 Risikosøkende

En person som er risikosøkende vil velge en investering med høy risiko for å maksimere forventet avkastning. Hvis vi tar utgangspunkt i to utelukkende prosjekter vil en risikosøkende investor velge den investeringen med høyest risiko. (Bodie, et al. 2014, 172)

4.5 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom det en investor forventer i avkastning og den risikofrie renten. (Bøhren og Michalsen 2010, 73) Hensikten med markedets risikopremie er å vise hvilken meravkastning en investor vil få ved å påta seg risiko. Matematisk kan vi presentere markedets risikopremie på følgende måte:

$$MRP = \left[E(r_m) - r_f \times \frac{(1 - S_k)}{(1 - S_e)}\right]$$

$E(r_m)$ Forventet markedsavkastning

r_f Risikofri rente

S_K Kreditors skattesats

S_E Eiernes skattesats

4.6 Beta

Beta er et mål på en aksjes risiko relativt til aksjemarkedet. (Kaldestad og Møller 2011, 111) Betaverdien forteller oss noe om volatiliteten til den enkelte aksjen, eller den systematiske risikoen når man sammenligner den med markedet som helhet. Over tid er snittet til beta lik 1. Det vil si at en aksje svinger i takt med markedet. Det er denne verdien som gjenspeiler den gjennomsnittlige betaverdien til alle selskapene som er notert på Oslo børs. Desto høyere betaverdien er, desto høyere er den relevante risikoen. En betaverdi på under 1 tilsier at aksjen svinger mindre enn markedet, mens en verdi på over 1 betyr at aksjen svinger mer enn hva markedet gjør. Vi sier derfor at en beta lik 0 gir ingen relevant risiko, mens en beta lik 1 er gjennomsnittlig risiko. Følgende formel kan brukes for å beregne en betaverdi:

$$\beta_E = \frac{\mathrm{Kov}(r_E, r_m)}{\mathrm{Var}(r_m)}$$

Kov Kovariansen til aksje og markedsporteføljen

Var Variansen til markedsporteføljen sin avkastning

Ettersom Selfa ikke er børsnotert vil vi ta utgangspunkt i sammenlignbare selskaper på Oslo Børs for å finne tilnærmet relevant risiko for selskapet. Etter estimert levered beta må betaverdien uten gjeld beregnes. Dette er for å fjerne ulikheter ved finansieringen. Videre vil betaverdien bli justert for selskapets kapitalstruktur til en relevered betaverdi.

4.6.1 Justert beta

Betaverdier har en tendens til å bevege seg mot et markedsgjennomsnitt på 1 over tid. (Blume 1975) Vi vil benyttes oss av en verdsettelsesmetode der vi diskonterer fremtidige kontantstrømmer og regner ut en terminalverdi for selskapet. På bakgrunn av dette vil det være relevant for oss å beregne beta justert for blume-effekten. Blumejustert beta er derfor den endelige betaen som brukes i verdivurderingen av egenkapitalen til selskapet. Følgende formel benyttes:

$$\beta_{justert} = \beta_{E} * p + 1 * (1 - p)$$

$\beta_{justert}$ Justert betaverdi

β_E Egenkapitalens betaverdi

p Justeringskoeffisient: er alltid lik 0,67

4.7 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen(KVM) er en modell som tar for seg forholdet mellom risiko og forventet avkastning. KVM gjelder for et hvert prosjekt, uansett om dette er ett enkelt prosjekt eller en portefølje med flere ulike prosjekter. Ved hjelp av KVM ønsker man å ta for seg hvilken avkastning man kan forvente når man ser bort ifra usystematisk risiko. Grunnen til at vi kun ser på systematisk risiko er fordi usystematisk risiko kan diversifiseres bort. (Bøhren og Michalsen 2010, 72) KVM beregnes ved følgende formel:

$$E(r_e) = r_f * \frac{(1-S_K)}{(1-S_E)} + \beta_E * \left[E(r_m) - r_f * \frac{(1-S_K)}{(1-S_E)}\right]$$

$E(r_e)$ Forventet avkastning på egenkapitalen

β_E Egenkapitalens betaverdi

$E(r_m)$ Forventet avkastning på markedsporteføljen

r_f Risikofri rente

S_E Eiers skattesats

S_K Kreditors skattesats

4.8 Weight Average Cost of Capital (WACC)

WACC representerer den gjennomsnittlige totalkapitalkostnaden. Vi finner denne ved et veid gjennomsnitt mellom eiernes og kreditorenes avkastningskrav. (Kaldestad og Møller 2011, 106) WACC blir beregnet ved å benytte følgende formel:

$$\text{WACC} = k_E * \frac{E}{E+G} + k_G * (1 - s_B) * \frac{G}{E+G}$$

WACC	Totalkapitalkostnad
k_E	Egenkapitalkostnad
E	Egenkapitalens markedsverdi
G	Gjeldens markedsverdi
k_G	Kapitalkostnad gjeld
s_B	Selskapets skattesats

Når man beregner totalkapitalkostnaden er det flere variabler som må tas hensyn til. For å få et korrekt bilde av selskapets kapitalstruktur er det viktig at egenkapitalen og gjelden settes til markedsverdien. Det er viktig at disse er vektet korrekt da dette vil påvirke kapitalstrukturen, som igjen vil føre til et endret avkastningskrav.

5.0 Omgruppering av Regnskapet

Uten en omgruppering av regnskapstallene mangler resultatregnskapet og balansen en hensiktsmessig spesifikasjon dersom formålet er å foreta en verdivurdering av et selskap. Det er derfor en fordel å starte med en omgruppering av regnskapstallene når et selskaps lønnsomhet skal analyseres. En omgruppering skal føre til en høyere presisjon på analysen.

5.1 Omgruppering av balansen

Vi velger å reformulere balansen for å skille eiendeler og forpliktelser knyttet til driftsrelaterte aktiviteter, fra finansielle aktiviteter. På denne måten fremstilles eiendelene som inngår i driften av selskapet. Dette er nødvendig for å komme frem til selskapets evne til å generere merverdi, og å bruke denne informasjonen videre i en verdivurdering. (Penman 2013) Samtidig er det viktig å ha tilstrekkelig kjennskap til det aktuelle selskapet. Posteringen eiendeler kan være en finansiell aktivitet for et selskap, mens det for et annet selskap er en driftsrelatert aktivitet.

Balansen blir reformulert slik at eiendelene som har en økonomisk verdi fremstilles og vi kommer frem til en økonomisk balanse. Den nye balansen skal reflektere virkelig verdi av all passiva og aktiva.

5.1.1 Aktiva

Aktiva defineres som omløpsmidler og anleggsmidler og er et uttrykk for den delen av balansen hvor selskapet har sine eiendeler. Dette omfatter både

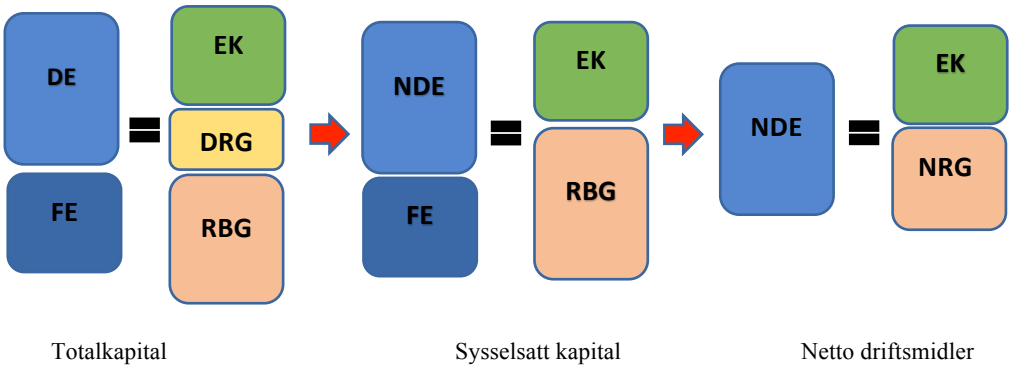
gjenstander og rettigheter som har formuesverdi. (E-conomic 2017) Aktiva kan deles inn i driftsrelaterte og finansielle eiendeler.

5.1.2 Passiva

Passiva defineres som den delen av balansen som utgjør egenkapital og gjeld. (E-conomic 2017) Egenkapitalen kan deles inn i egenkapital og gjeld. Videre kan gjelden bli delt inn i finansiell og operasjonell gjeld. Den operasjonelle delen av gjelden er driftsrelatert og er således ikke rentebærende. Den finansielle gjelden er all rentebærende gjeld i selskapet.

5.1.3 Reformuleringsprosessen av balansen

For å komme frem til netto driftskapitalbalanse må fremgangsmåten være følgende:



Figur 1: Omgjøring av totalkapitalbalansen til netto driftskapitalbalanse (Petersen og Plenborg 2012, 295)

Utregningen av den økonomiske balansen kan altså deles opp i tre faser:

1) Totalkapitalbalansen:

Driftsrelaterte eiendeler (DE) + Finansielle eiendeler (FE) = Egenkapital (EK) + Driftsrelatert gjeld (DRG) + Rentebærende gjeld (RBG)

2) Sysselsattkapital viser den verdiskapende delen av en virksomhets kapital. Den består av egenkapital og driftsrelatert gjeld, og blir beregnet ved:

Netto driftsrelaterte eiendeler (NDE) = Driftsrelaterte eiendeler (DE) – Driftsrelatert gjeld (DRG)

→ Netto operasjonelle eiendeler (NDE) + Finansielle eiendeler (FE) = Egenkapital (EK) + Rentebærende gjeld (RBG)

3) I den siste fasen beregnes netto driftskapitalbalansen. Det er denne posten som er relevant å verdivurdere i en fundamental verdsettelse. Den blir beregnet på

følgende måte:

Netto rentebærende gjeld (NRBG) = Rentebærende gjeld (RBG) – Finansielle eiendeler (FE) → Netto driftsrelaterte eiendeler (NDE) = Egenkapital (EK) + Netto rentebærende gjeld (NRBG)

5.2 Omgruppering av resultatregnskapet

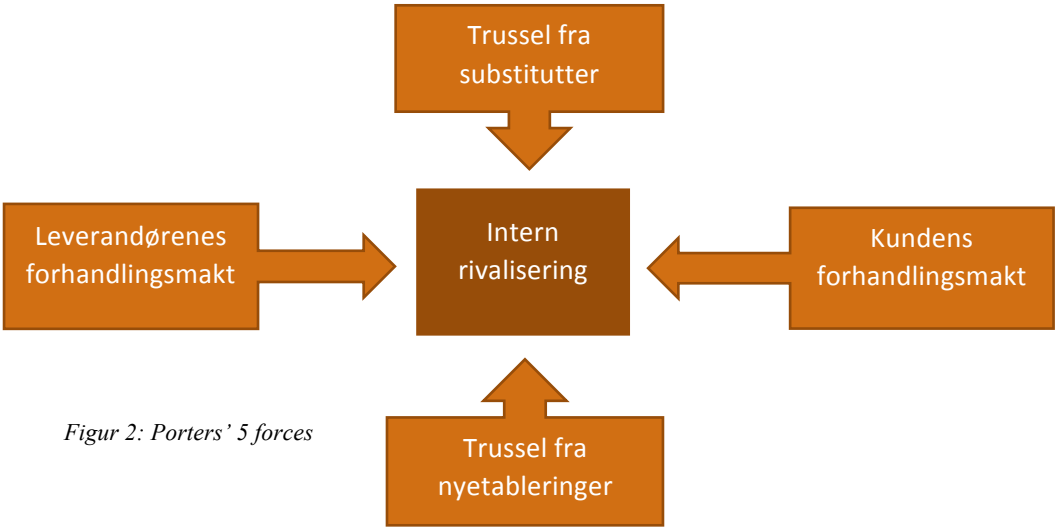
I en reformulering av resultatregnskapet deles resultatregnskapet inn i driftsrelaterte- og finansielle kategorier. Hensikten med reformuleringen er å finne en situasjon som gjenspeiler et mest mulig normalt regnskapsår for selskapet. En normalisert driftssituasjon bidrar til å forbedre prognosegrunnlaget for fremtidens resultater og kontantstrømmer. (Penman 2013)

6.0 Strategisk analyse

For å utvikle innsikt om bransjens og selskapets underliggende forhold er det nødvendig med en strategisk analyse. Derfor vil det i dette kapittelet bli gjennomført en ekstern analyse av den aktuelle bransjen og makroøkonomiske forhold, samt en intern analyse av Selfa sine ressurser. En grundig gjennomgang av Selfa sin strategiske posisjon er en viktig del av verdivurderingen fordi det bidrar til en mer detaljert analyse av de fremtidige kontantstrømmene. Ved å kartlegge eksterne og interne forhold er målet derfor å utarbeide selskapets totale strategiske fordel.

6.1 Bransjeanalyse

Ved å bruke Porters teori «Five forces» er det mulig å identifisere de viktigste konkurransekreftene i næringen, samt eventuelle trusler som eksisterer. (Porter 2008) En bransjeanalyse er nødvendig for å få en dypere innsikt i eksterne forhold i bransjen Selfa er en del av. For å gjennomføre en god analyse av bransjen, vil kreftene bli drøftet med utgangspunkt i fiskebåtbyggenæringen og spesifikt innenfor segmentet 10-13 meter.



Figur 2: Porters' 5 forces

6.1.1 Leverandørenes forhandlingsmakt

For å kunne bygge robuste fiskebåter er det en rekke materialer som kreves. De viktigste råvarene i fiskebåtbyggenæringen er motorer, glassfiber, polyester, kjernemateriale og aluminium. Selskapene som dominerer fiskebåtmarkedet i Norge, er ikke vertikalt integrert. Dette betyr at de er avhengig av eksterne leverandører for å kunne drive produksjon av fiskebåter. Kostnadene ved å produsere egne materialer er for store for de ulike båtbyggeriene. De største leverandørene er Nogva og Frydenbø for motor, Diab for kjernemateriale, Mal Proff for glassfiber og polyester og norsk stål for aluminium.

Det er spesielt én faktor som taler for en sterk forhandlingsmakt blant leverandørene. Fiskebåtbyggenæringen er avhengig av kort leveringstid på råvarer ved bestilling av nybygg. Følgelig er det en stor fordel at leverandørene er geografisk lokalisert slik at frakten av råvarer ikke tar uforholdsmessig lang tid. Hvis et selskap skal bytte leverandør er det derfor viktig at avstanden ikke er for stor, og dette bidrar til å øke leverandørenes forhandlingsmakt.

Når dette er sagt, finnes det likevel en gjensidig avhengighet blant aktørene. Råvarer blir bestilt i store kvantum blant de største fiskebåtbyggerne som Selfa Arctic, Viknes og Nor-Dan. Hvis disse selskapene velger å benytte andre leverandører, vil dette føre til store inntektstap blant de berørte leverandørene. Å finne nye kunder kan være tidkrevende og uforholdsmessig kostbart. Følgelig har det over tid utviklet seg sterke handelsavtaler mellom leverandørene og

båtbyggerne. Med dette som bakgrunn ansees leverandørenes forhandlingsmakt samlet sett som moderat.

6.1.2 Kundenes forhandlingsmakt

De viktigste kundene i næringen er yrkesfiskere. Ved å ta utgangspunkt i markedet for fiskefartøyer i størrelsen 10-13 meter, dannes det et bilde av hvilke selskaper kundene går til ved kjøp av ny fiskebåt. Det er verdt å merke seg at det i fiskeryrket er variasjon i hva fiskerne ser etter i en fiskebåt, og dette gjenspeiles i en undersøkelse Kystmagasinet gjennomførte. (Engø 2016) Her ser vi at det er forskjellige segmenter som dominerer markedet.

Ved å se på perioden 2011-2016 er det tydelig at segmentet hvor det produseres flest fiskefartøyer er i størrelsesorden 10-10,99 meter. Her er det flere aktører som kundene kan velge blant, og de største leverandørene er Selfa Arctic, Viknes og Nor-Dan.
Det som oftest står sentralt i kundens beslutningsprosess ved kjøp av et fiskefartøy, er kvalitet, pris og rekkevidde. Innenfor disse områdene er det lite som skiller de ulike fiskebåtbyggerne, noe som bidrar til en høyere forhandlingsmakt blant kundene. Som følge av dette er det ikke vanskelig for kundene å bytte leverandør.

Det er derfor lite som skiller på selve fiskefartøyene. Likevel er det andre faktorer hvor utslagene kan være større. Tiden som brukes på å produsere et fiskefartøy kan variere fra 6-36 måneder, hvor minste tid er rundt 6-8 måneder. Leveringstiden kan altså variere mye, og hva som blir fastsatt i en kontrakt avhenger i stor grad av hva fiskeren ønsker. Hvis det er bestemt at levering skal skje 2 år frem i tid, kan dette gi fordeler for fiskeren ved at kjøper får tildelt en ekstra kvote. Dette er som oftest tilfelle for de som allerede har en fiskebåt de kan bruke frem til levering. I disse tilfellene er kundenes forhandlingsmakt opp mot fiskebåtbyggerne lav. På den annen side er det fiskere som av forskjellige årsaker ønsker mye kortere leveringstid. Hvis kunden ønsker en leveringstid på 6-8 måneder er presset på fiskebåtbyggerne vesentlig større og risikoen for forsinkelser vokser. Følgelig kan fiskere sette press, og i de tilfeller hvor behovet ikke tilfredsstilles, er det ofte kort vei til en annen leverandør.

Som konklusjon anses kundenes forhandlingsmakt som moderat.

6.1.3 Trussel fra nyetableringer

I fiskebåtbyggenæringen er det flere inngangsbarrierer som gjør nyetableringer vanskelig. For å bygge fiskebåter er man avhengig av en kapital som kan takle de store kapitalkostnadene forbundet med en slik prosess. Det er nødvendig med et anlegg som har det utstyret som er nødvendig for å komme i mål. Selv med det beste utstyret kommer man likevel ingen vei uten tilstrekkelig råvarer. De etablerte selskapene har alt dette på plass samtidig som at de har bygget opp uvurderlig kunnskap og erfaring. Dette er med andre ord en næring som krever mye ressurser. Følgelig er det kun de med stor økonomisk kapasitet som kan etablere seg som fiskebåtbyggere.

Kompetanse innenfor båtbygging er en uvurderlig ressurs. Uten den riktige kompetansen er det svært vanskelig å bygge fiskebåter. For å bygge en fiskebåt trenger man plaststøpere, sveisere, ingeniører osv. Dette er kompetanse som gjerne utvikles over tid. Som følge av dette har de etablerte selskapene et vesentlig konkurransefortrinn, spesielt med tanke på at de forskjellige båtbyggerne sitter på erfaring og kompetanse som bidrar til en høyere effektivitet. Disse egenskapene er vanskelig å kopiere eller overgå uten betydelig innsats og kapital fra en eventuell nyetablerer.

For å kunne gå i pluss er det av avgjørende betydning å sikre seg en stabil inntektskilde. Å drive lønnsomt er vesentlig enklere med et utviklet nettverk. Med tanke på hvor mye det koster for en fisker å investere i en fiskebåt, er det naturlig at en eventuell kjøper ikke tar noen sjanser og går for det trygge. I en slik situasjon vil et nyetablert selskap stå i en svak posisjon sammenlignet med de selskapene som har produsert fiskebåter i mange år.
Med inngangsbarrierer som nevnt ovenfor må det ansees som vanskelig å etablere seg i fiskebåtbyggenæringen. Trusselen fra nyetablerere er derfor lav.

6.1.4 Trussel fra substitutter

For å kunne kvalifisere som et substitutt må det være et produkt som for kunden kan ansees som et alternativ til kjøp av en fiskebåt. I fiskebåtbyggenæringen er det få slike substitutter grunnet at det ikke finnes mange alternativer til en fiskebåt når levebrødet er å leve av fiske.

Oppdrett av laks kan ansees som et substitutt. Det er likevel ingen stor trussel fordi majoriteten av laksefiske lenge har blitt erstattet med oppdrett. Villaks er

fremdeles etterspurt på grunn av bekymringer over kvaliteten til oppdrettslaksen. Dette bidrar til å redusere trusselen fra dette substituttet ytterligere.
Samlet sett er ikke trusselen fra substitutter i fiskebåtbyggenæringen av noen merkbar betydning.

6.1.5 Intern rivalisering

Selfa, Viknes og Nor-Dan står bak byggingen av hele 59 % av 106 fiskebåter i perioden 2011-2016. (Engø 2016) En markedsandel av denne størrelsen vitner om at det er disse selskapene som har klart størst påvirkning på næringen.

De ovennevnte selskapene bygger fiskebåter i relativt jevnt tempo, men Viknes skiller seg ut i form av de bruker mest ressurser på bygging av fritidsbåter. Likevel har deres fokus flyttet seg gradvis mer mot fiskebåtnæringen som følge av nedgangen i oljesektoren.

Selv om konkurransen i dette segmentet ikke anses for å være stor, anser Selfa selskapene Nor-Dan og Viknes som de største konkurrentene innenfor sitt segment.

6.1.6 Vurdering av trusler og muligheter

Porters five	**Lav**	**Moderat**	**Høy**
Trussel fra nyetablerere	X		
Kundenes forhandlingsmakt		X	
Trussel fra substitutter	X		
Leverandørens forhandlingsmakt		X	
Intern rivalisering	X		

Figur 3: Oppsummering Porters Five Forces

Gjennom analysen konkluderer vi med at inngangsbarrieren for nyetablerere er høy, og at potensielle nyetablerere derfor utgjør en liten trussel. Kundene kan stille krav til leveringen som betyr at forhandlingsmakten deres er moderat. Likevel er det ikke reelle substitutter som kan vurderes som alternativ til fiskebåt hvis hensikten er havfiske. Således er trusselen fra substitutter lav. Leverandørens forhandlingsmakt er moderat. Videre betyr den lave konkurranseintensiteten i bransjen at den interne rivaliseringen er lav.

6.2 PESTEL-analyse

Endringer i eksterne forhold som fører til endrede konkurransevilkår kan oppstå, og da er det viktig å kunne være i forkant. For å tilegne en oversikt på de eksterne faktorene i bransjen som kan påvirke Selfas utvikling og verdiskapning vil vi

derfor benytte oss av en PESTEL-analyse. Analysen består av politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske og miljømessige forhold. (Tovstiga 2013) Vi velger å utelate legale forhold ettersom vi ikke fant betydningsfulle faktorer som kan påvirke selskapet i tiden som kommer.

6.2.1 Politiske forhold

Per Sandberg ble fiskeriminister i 2015. Noe av det første han gjorde var å innføre en instruks som gjorde det enklere å flytte fiskekvoter fra små båter til store. Dette har ført til stadig færre aktører og at mindre kystsamfunn stenges ute. Målet til Sandberg var å få en ordning hvor fiskekvoter ble konsentrert og sentralisert. Stortinget har i ettertid av dette bedt Sandberg om å gjøre om på kvoteinstruksen og ønsker en modell som er tilsvarende lik den modellen Norges fiskerlag har foreslått. Denne modellen skal hindre at store båter overtar fiskekvoter fra små. Tirsdag 23.mai 2017 ble det avholdt et møte i næringskomiteen ved Stortinget. Her ble et flertall enig om at Sandberg bør implementere Norges fiskerlags modell ved første mulige anledning. Forslaget fikk støtte av alle partiene unntagen Høyre og Fremskrittspartiet. (Gøystdal 2017) Ettersom båtene Selfa produserer faller inn under kategorien små båter kan dette ha positive følger for etterspørselen etter nybygg.

6.2.2 Økonomiske forhold

En vesentlig risikofaktor for Selfa er fremtidige fiskepriser. Hvis fiskeprisene faller medfører dette lavere etterspørsel etter fiskebåter, som deretter kan påvirke omsetningen negativt. Gjennomsnittlig pris på torsk har hatt en positiv vekst siden 2015. Prisen er i mars 2017 på 22,58 kr, som er en stigning på 33 % siden januar 2015. (Norges Råfisklag 2017) Dette tyder på gode forutsetninger for fiskerne, og dermed det samme for framtidig etterspørsel i fiskebåtbyggebransjen.

Fiskepriser er derimot av mindre betydning hvis fangstomsetningen har en negativ trend. Hvis fangstomsetningen er synkende kan dette kompensere negativt for gode fiskepriser. Følgelig har denne faktoren også en vesentlig betydning for Selfa.

Alle tall i tusen	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Omsetning torsk	3 875 680	3 844 539	3 875 277	4 790 669	5 650 295
Vekst i %		**-1 %**	**1 %**	**24 %**	**18 %**
Omsetning sei	584 573	635 016	472 257	556 365	690 568
Vekst i %		**9 %**	**-26 %**	**18 %**	**24 %**
Gj.snitt torsk	**10 %**				
Gj.snitt sei	**6 %**				

Figur 4: Utvikling i total omsetning, torsk og sei

Tabellen over viser en stabil vekst i fangstomsetning for torsk og sei de siste fem årene. Med unntak av nedgangen i 2013 for omsetningen på sei, eksisterer det en positiv vekst. Dette gjenspeiler utviklingen i fiskeprisene og er positivt for etterspørselen i bransjen. Så langt er det lite som tyder på at trenden vil snu med det første.

6.2.3 Sosiokulturelle og miljømessige forhold

De fleste sosiokulturelle faktorer er ikke av stor betydning for Selfas verdiskapning. Grunnen til dette er at faktorer som demografi og trender i liten grad slår ut på etterspørselen. Miljømessige forhold er derimot en faktor som blir stadig mer aktuell for bransjen Selfa er den del av. Det er stadig mer fokus på miljø i politikken, og spesielt i forhold til bruk av drivstoff. De som kjører elbiler får for eksempel fordeler i form av fritak fra bomavgift og muligheten til å bruke kollektivfeltet i trafikken. (Norsk elbilforening 2017) Følgelig er det naturlig å tro at det i fremtiden også vil komme fordeler for bruk av EL-båter. Selfa har vært tidlig ute med produksjonen av verdens første EL-sjark i 2015, men det er liten grunn til å tro at det blir den siste av sitt slag. Derfor må dagens miljøtrend ansees for å være en mulighet for Selfa til å øke sin verdiskapning i fremtiden.

6.2.4 Teknologiske forhold

I de senere år har det være få teknologiske nyvinninger i bransjen. Det selskapet som har tatt det største steget er Selfa, i form av utviklingen av verdens første EL-sjark, EL-MAX 1099. I tillegg til at den nye teknologien reduserer CO_2 utslippet, er det også vesentlige besparelser i drivstoffkostnadene. Drivstoffkostnadene reduseres med opptil 70% i den nye EL-båten. (Valle 2015) Teknologien kan derfor gi Selfa konkurransefortrinn i fremtiden, gitt at selskapet klarer å produsere EL-båter til rimelige nok priser for fiskerne.

6.3 Intern analyse

Ved å gjennomføre en intern analyse skal vi identifisere styrker og svakheter ved selskapets ressurser. Deretter vil vi lage en VRIO-analyse for å analysere funnene

vi gjorde i ressursdelen. Formålet med analysen er å undersøke om de disponerte ressursene bidrar til merverdi eller varige konkurransefortrinn for Selfa.

6.3.1 Ressursanalyse

Ressursanalysen deles opp i synlige og usynlige ressurser. Synlige ressurser er det vi kan se og måle i verdi, og som kan brukes ved behov. Eksempler på dette er verksteder og beliggenhet. De usynlige ressursene er vanskelig å måle i en konkret verdi, men det er disse som er avgjørende for utnyttelsen av de synlige ressursene. (Johnson, Whittington og Scholes 2014) Dette er ressurser som finnes i form av renommé, kompetanse og forhold til leverandører. Således vokser ressursene med relasjonene til de ulike interessentene i omgivelsene.

6.3.1.1 Synlige ressurser

Beliggenhet

Selfas lokaler ligger i Trondheim og Rødskjær sør for Harstad. Majoriteten av administrasjonen ligger i Trondheim, mens produksjon av nybygg er lokalisert på Rødskjær. Tidligere var produksjonen av nybygg operasjonell i både Trondheim og Rødskjær, men i 2015 ble all nybyggaktivitet lagt til Rødskjær etter en større omstilling av selskapet. Hensikten med dette var å styrke sin posisjon i den delen av markedet hvor etterspørselen er størst, som er i nord. (Selfa Arctic AS 2017) Gjennom nybyggavdelingens beliggenhet i Troms, har Selfa etablert et fortrinn i forhold til tilgjengelighet og levering som er gunstig for selskapet både på kort og lang sikt.

Produksjon og verksted

I dag har Selfa verksteder lokalisert både i Trondheim og Rødskjær, mens nybyggavdelingen ligger på Rødskjær. Rødskjæranlegget har kapasitet og kompetanse til å bygge sjarker opp til 15 meter, samt kompetanse i forhold til produksjon av EL-sjarker. Denne kompetansen er unik i det norske markedet. Videre har begge verkstedene kapasitet til å gjennomføre kontroll, reparasjon eller ombygging av fartøy. Selfa er også det eneste båtbyggeriet som også er et godkjent kontrollforetak. Kontrollforetaket er et godkjent kvalitetssystem i henhold til ISO 9001, og må godkjennes hvert år i forbindelse med revisjon fra Sjøfartsdirektoratet. (Selfa Arctic AS 2017) Produksjon- og verkstedslokalene til Selfa er derfor en av de viktigste ressursene for driften av selskapet, og er således svært verdifull.

6.3.1.2 Usynlige ressurser

Rennommé

Et godt renommé er en viktig faktor for alle selskap. Det er viktig i søken etter nye kunder og for å kunne opprettholde sin markedsposisjon. Selfa begynte produksjonen av fiskebåter i 1972 og har vært en betydningsfull aktør i utviklingen av det moderne kystfisket i Norge siden. Dette reflekteres i at de i løpet av de fem siste årene har bygget 21% av alle sjarker under 15 meter. (Engø 2016) Det er dermed forståelig at Selfa i dag har en markedsandel på 50% i segmentet de opererer i. På bakgrunn av dette kan det konkluderes med at Selfas renommé er et stort konkurransefortrinn for selskapet.

Kompetanse

Selfa har et sterkt fokus rettet mot å være en spesialisert virksomhet, samtidig som at de skal være en toneangivende aktør i det norske kystfiskemarkedet. Aktivitetene som er viktigst for driften av Selfa er nybygg, reparasjon og fartøykontroll. For at disse aktivitetene skal operere optimalt er det viktig at både ledelsen og de ansatte sitter med den nødvendige kompetansen. Alle medlemmer i ledelsen har høyere utdanning som er relevant for deres fagfelt, enten det er innenfor økonomi, organisasjon eller ledelse. De ansatte sitter på kompetanse innenfor plaststøping, sveising, generell båtbygging og ingeniørutdanning. Ved å se på ledelsen og de ansatte kombinert er det altså en variert og god kompetanse Selfa sitter på, og således en viktig driver for deres posisjon som en ledende fiskebåtbygger i Norge. Kompetansen er videre supplert med rik erfaring innenfor båtbygging som har blitt opparbeidet over lang tid. Selskapet har også en unik kompetanse innenfor utviklingen av EL-sjarker. Selve kompetansen selskapet innehar er ikke lett å imitere, og det er svært få aktører som kan måle seg med den rike erfaringen Selfa har opparbeidet seg.

Relasjon til leverandører

Selfa har gjennom årene etablert sterke relasjoner til deres leverandører. De har hatt den samme motorleverandøren, Cummins, i mange år. Gjennom det gode samarbeidet har Selfa også blitt en distributør av deres produkter. Dette er med på å styrke relasjonen ytterligere, samt å gi Selfa gode vilkår og priser på produktene deres. Diab er leverandøren som brukes for kjernemateriale, og også her har

relasjonen vokst over flere år. Forholdet til leverandørene kan derfor konkluderes med å være sterkt og vanskelig å imitere for andre selskaper.

6.3.2 VRIO-analysen

Ressurser	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Utnyttet	Konkurrerende betydning
Beliggenhet	JA	NEI	NEI	JA	Kan være en fordel
Produksjon og verksted	JA	JA	JA	JA	Konkurransefortrinn
Renommé	JA	JA	JA	JA	Konkurransefortrinn
Kompetanse	JA	JA	JA	JA	Konkurransefortrinn
Relasjoner	JA	NEI	JA	JA	Lite konkurransefortrinn

Figur 5: Resultat av VRIO-analyse

Vi har nå analysert de viktigste interne ressursene i selskapet og oppsummert analysen ved å illustrere funnene i en VRIO-analyse.

Alle ressursene er verdifulle for selskapet, men det er ikke alle som gir konkurransefortrinn. For at en ressurs skal gi et varig konkurransefortrinn må de fire kriteriene i VRIO være oppfylt. Tar vi utgangspunkt i dette ser vi at produksjon og verksted, kompetanse og renommé gir konkurransefortrinn. Produksjons- og verkstedlokalene til Selfa besitter unike løsninger som bidrar til at selskapet står sterkt i forhold til konkurrentene og eventuelle nyetablerere i bransjen. Renomméet er bygget opp over lang tid og vokst til å bli et konkurransefortrinn. Kompetansen er på flere måter unik og således også et konkurransefortrinn.

Beliggenheten kan være en fordel på bakgrunn av dens nærhet til den viktigste delen av markedet. Avslutningsvis kan relasjonene gi et lite konkurransefortrinn på bakgrunn av de mange årene med samarbeid selskapet har hatt med leverandørene.

7.0 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse defineres som en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata. (Kristoffersen 2016) Dette er en analyse vi føler det er nødvendig å gjennomføre for å opparbeide oss et tydeligere bilde av bedriftens økonomiske situasjon. Analysen vil skille mellom lønnsomhet, likviditet og soliditet. Ved å analysere

disse områdene får vi et bilde av selskapets utvikling gjennom de siste årene, og følgelig bygges det et grunnlag for estimering av de fremtidige kontantstrømmene i selskapet. For å gjennomføre analysen har vi brukt regnskapstall fra årsregnskapene til Selfa i perioden 2011-2015. For å se utviklingen til Selfa opp mot bransjen, vil vi sammenligne selskapet med de to største konkurrentene i segmentet Selfa opererer i; Viknes Båt og Service AS og Nor-Dan Composites AS.

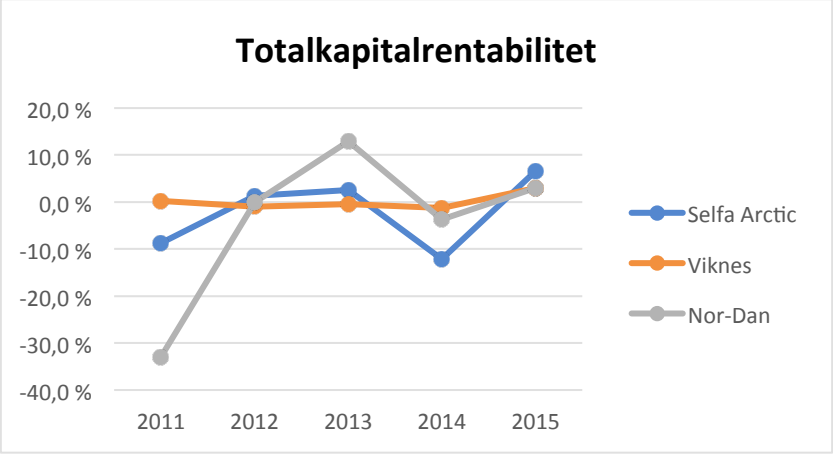
7.1 Lønnsomhetsanalyse

Formålet med en lønnsomhetsanalyse er å si noe om bedriftens evne til å skape overskudd. (Kristoffersen, Lønnsomhet 2016) Tallene som fremstilles av analysen vil gi et bilde av selskapets og eiernes avkastning.

7.1.1 Totalkapitalrentabilitet (TKR)

Totalkapitalrentabilitet er et nøkkeltall som måler en bedrifts avkastning på totalkapitalen som er bundet i bedriften. Den gir et uttrykk for hvordan bedriften har vært drevet, samt ett utrykk for hvilket nivå inntjeningen har ligget på i perioden. (Kristoffersen, Lønnsomhet 2014)

$$TKR = \frac{(Resultat\ før\ skatt + Rentekostnad)}{Gjenomsnittlig\ totalkapital}\ x\ 100\%$$



Figur 6: Utviklingen i totalkapitalrentabiliteten

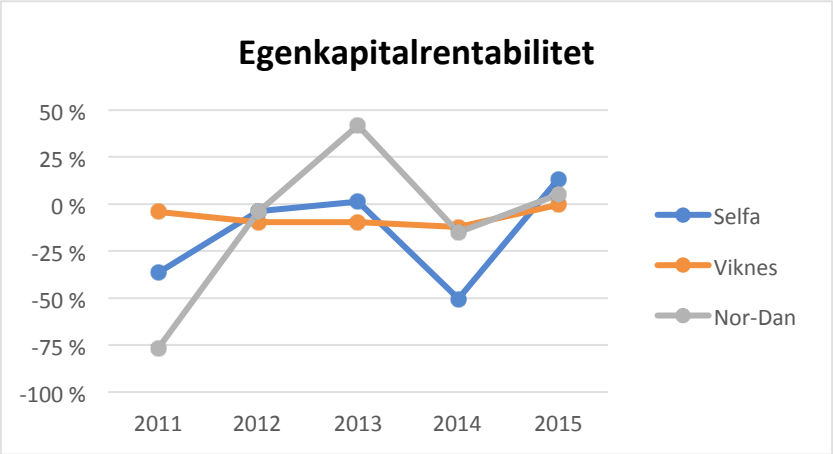
Diagrammet forteller oss at selskapenes TKR har variert de siste årene, men at inntjeningen til Selfa har hatt sterk vekst fra 2014 til 2015. Dette skyldes i hovedsak salg av eiendom kombinert med høyere inntekter og reduserte kostnader. Vi ser at Viknes har vært mest stabil i en 5-årsperiode, men at samtlige selskap har slitt med å opprettholde en tilfredsstillende totalkapitalrentabilitet. Det

er ønskelig at et selskaps TKR skal være høyere enn det man kan få i avkastning ved å investere i bank eller risikofrie verdipapirer. En 10-årig statsobligasjon har en avkastning som har ligget rundt 1,70 % i snitt så langt i 2017 og var nede på 1,33 i 2016. (Norges Bank 2017) Følgelig er Selfa mer lønnsomt enn en alternativ risikofri plassering om vi tar som forutsetning at utviklingen i 2015 fortsetter. Selfas TKR var i 2015 på 6,5 %. Dette er tilfredsstillende ifølge Proff forvalt.

7.1.2 Egenkapitalrentabilitet (EKR)

Egenkapitalrentabiliteten forteller hvilken avkastning eierne får som følge av en investering i bedriften. Dette er spesielt interessant for eierne grunnet at nøkkeltallet viser hvordan tidligere investeringer utvikler seg. Nøkkeltallet kan også brukes til å rangere bedrifter i de tilfeller en investor ser etter muligheter for å kjøpe aksjer eller eiendeler. (Kristoffersen, Egenkapitalrentabilitet 2014)
Vi velger å finne EKR etter skatt fordi det er mest interessant for eierne å se hvor mye av resultatet som går til egenkapitalen.

$$EKR\ etter\ skatt = \frac{Resultat\ etter\ skatt}{Gjennomsnittlig\ egenkapital}\ x\ 100\ \%$$



Figur 7: Utviklingen i egenkapitalrentabilitet

Utviklingen i EKR har, med unntak av en kraftig nedgang i 2014, vært stigende for Selfa. Nedgangen i 2014 skyldes store omstillingskostnader knyttet til nye produkter og ny produksjonsteknologi. Dette knyttes i hovedsak opp mot produksjonen av verdens første EL-sjark som ble levert i 2015. I 2015 steg egenkapitalen med 5 MNOK. Dette forklares med det økte driftsresultatet på 6 MNOK i 2015 som følge av omstilling og realisering av aktiva. EKR var i 2015

på 13 %, noe som er positivt hvis en tar utgangspunkt i at Proff forvalt anser 12 % for å være et godt nivå.

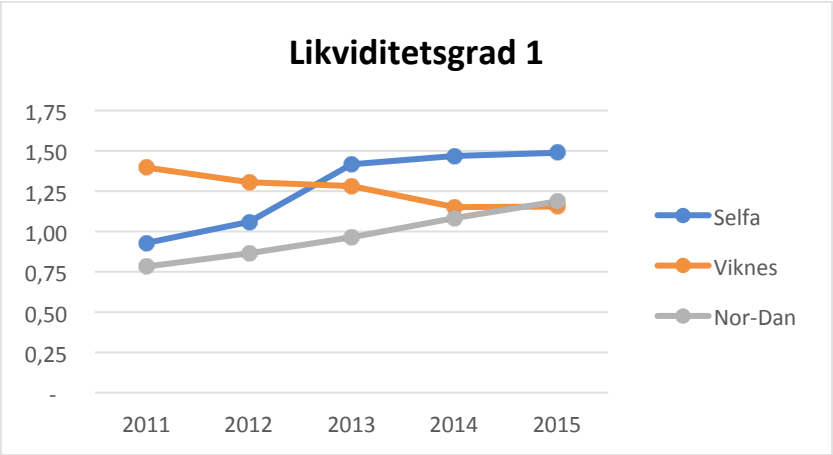
7.2 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse gir oss en oversikt på en bedrifts betalingsevne. (Kristoffersen, Likviditet 2014) Vi velger å analysere måleparameterne likviditetsgrad 1 og 2, samt arbeidskapital i % av driftsinntekter. Ved å analysere likviditetsgrad 2 tar vi høyde for den minst likvide posten i balansen, varelageret.

7.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beskriver forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. (Kristoffersen 2014, 494) I følge Proff forvalt bør likviditetsgrad 1 være innenfor intervallet 1-1,49 for å være tilfredsstillende.

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



Figur 8: Utviklingen i likviditetsgrad 2

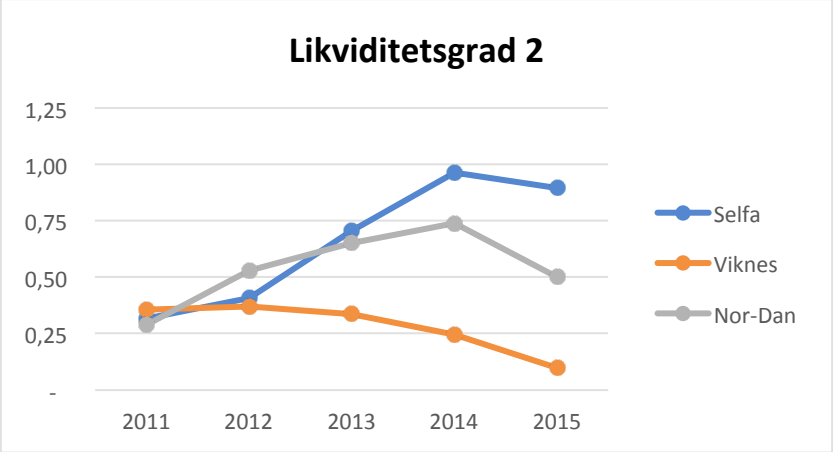
Viknes og Nor-Dan ligger omtrent likt, mens Selfa har lagt seg på et noe høyere nivå enn konkurrentene. Det har vært en stabil vekst for Selfa i tidsperioden diagrammet viser. Dette forklares delvis av nedgangen i kortsiktig gjeld fra år 2012 og utover. Siden 2012 har den kortsiktige gjelden falt med 18 MNOK, noe som tilsvarer en nedgang på ca. 50 %. Reduksjonen i kortsiktig gjeld skyldes i hovedsak nedleggelse av to avdelinger i 2013. Videre har nedleggelsen av avdelingene bidratt til en lavere totalkapital og en forbedret likviditet. Likviditeten var i 2015 på 1,49, noe som er tilfredsstillende hvis vi bruker ordlisten til Proff forvalt som forutsetning. Den kortsiktige gjelden forventes å holde et lavt nivå som følge av omstillingen Selfa har gjennomgått, spesielt i forhold til

nedleggelsen av en nybygg-avdeling i Trondheim. Likviditetsutsiktene ser dermed positiv ut for selskapet.

7.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 beskriver forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Varelageret er det minst likvide omløpsmiddelet og blir derfor trukket ifra omløpsmidlene i utregningen. (Kristoffersen 2014, 494) I følge Proff forvalt bør likviditetsgrad 2 være innenfor intervallet 0,8-1,0 for å være tilfredsstillende.

$$Likviditetsgrad\ 2 = \frac{(Omløpsmidler - varelager)}{Kortsiktig\ gjeld}$$



Figur 9: Utviklingen i likviditetsgrad 2

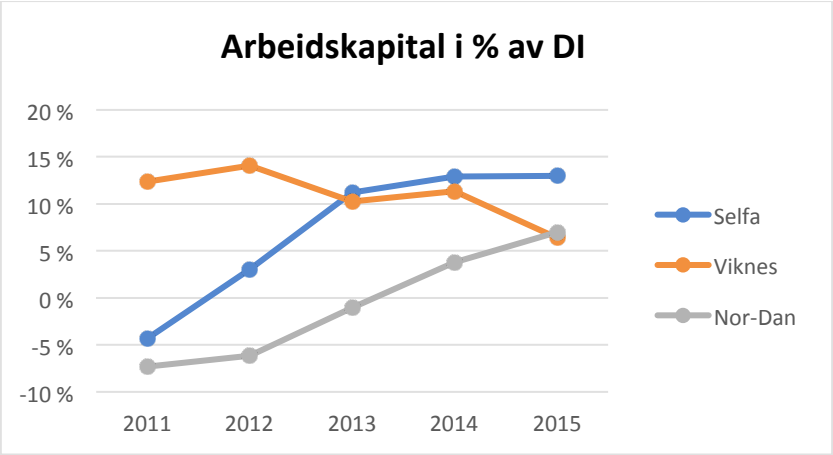
Diagrammet viser at Viknes og Nor-Dan har en nedadgående utvikling i motsetning til Selfa. I likhet med likviditetsgrad 1 viser diagrammet en vekst for Selfa siden 2012. Dette skyldes en reduksjon i varelageret som følge av en sterkere varelagerstyring og nedleggelse av to avdelinger i 2013. Varelageret har falt med 13 MNOK siden 2012, noe som tilsvarer en reduksjon på 54 %. Likviditetsgrad 2 har dermed hatt en stor økning siden 2012, og var i 2014 og 2015 på henholdsvis 0,96 og 0,90. Dette anses som tilfredsstillende. Likviditetsgrad 2 forventes å styrkes ytterligere i 2016 som følge av en ytterligere reduksjon av varelageret. Nedleggelsen av nybygg-avdelingen i Trondheim er årsaken til reduksjonen.

7.2.3 Arbeidskapital i prosent av driftsinntekt

Arbeidskapital defineres ved at kortsiktig gjeld trekkes fra omløpsmidlene. Nøkkeltallet forteller oss hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med

langsiktig kapital. Hvis arbeidskapitalen er negativ tyder dette på at anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. (Kristoffersen 2014, 248)
For å gi et tydeligere bilde av aktivitetsnivået velger vi å beregne arbeidskapitalen i prosent av driftsinntektene. Dersom inntektene øker, vil likviditetsbehovet øke tilsvarende.

$$Arbeidskapital\ i\ \%\ av\ DI = \frac{(Omløpsmidler - kortsiktig\ gjeld)}{Driftsinntekter}$$



Figur 10: Utviklingen i arbeidskapital i % av driftsinntekt

Diagrammet viser at Selfas arbeidskapital i prosent av driftsinntekt har steget betraktelig siden 2011. Dette skyldes i hovedsak reduksjonen av kortsiktig gjeld som følge av den nevnte omstillingen i selskapet. Driftsinntektene har ligget på omtrent samme nivå i perioden, mens omløpsmidlene har økt distansen til den kortsiktige gjelden. I 2015 var arbeidskapitalen på 13 % av driftsinntektene. På bakgrunn av dette har likviditeten i selskapet hatt en positiv utvikling, også i forhold til konkurrentene Viknes og Nor-Dan.

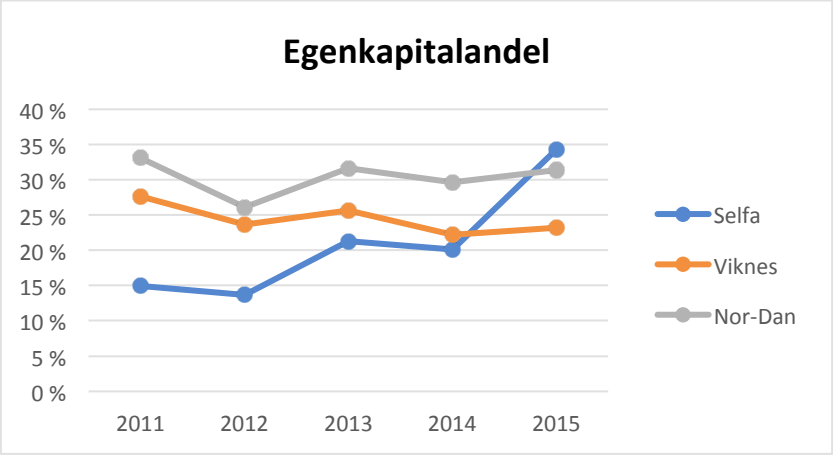
7.3 Soliditetsanalyse

Soliditeten til et selskap er tett knyttet opp mot finansieringen og forteller noe om selskapets evne til å tåle tap. Egenkapitalen i forhold til samlet kapital er knyttet nært opp til soliditeten. (Kristoffersen 2014, 489) Følgelig er det slik at dersom egenkapitalandelen er høy reflekterer dette en bedre soliditet i selskapet. Vi har valgt å analysere egenkapitalandel, gjeldsgrad, rentedekningsgrad og finansieringsgrad 1 for å beskrive soliditeten. Resultatet av analysen vil styrke vår forståelse av hvordan utviklingen har vært i de senere år, og hva som kan forventes i årene som kommer.

7.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor grad av eiendelene som er finansiert med egne midler. Nøkkeltallet forteller også om hvilken kapasitet bedriften har til å tåle tap. Desto høyere egenkapitalandelen er, desto høyere er soliditeten i bedriften. (Kristoffersen 2014, 489)

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$$



Figur 11: Utviklingen i egenkapitalandelen

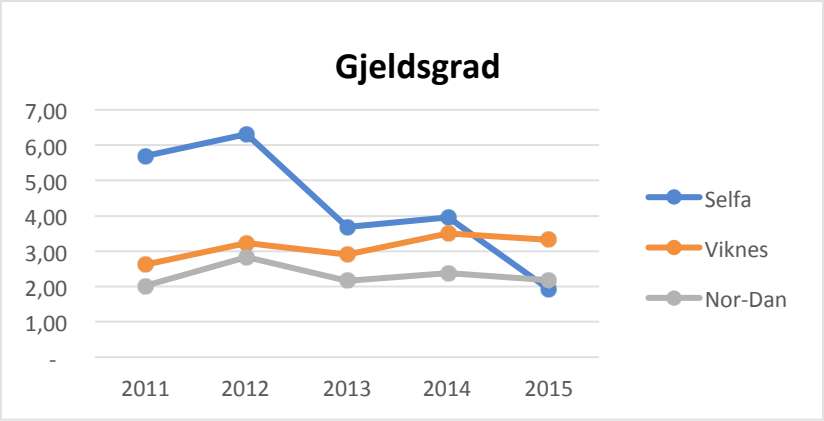
Diagrammet viser oss at Selfa har hatt de største svingningene, mens Viknes og Nor-Dan har hatt en forholdsvis stabil utvikling. Årsaken til den positive utviklingen til Selfa forklares av en gradvis reduksjon av gjelden, samt realisering av aktiva i 2014. Dette medførte en økning for egenkapitalandelen på 14 % fra 2014 til 2015. Nøkkeltallet var på 34 % i 2015, som er godt innenfor intervallet 18-40% Proff forvalt anser som «God». Viknes og Nor-Dan befant seg også innenfor dette intervallet i 2015. Likevel finnes det ingen klare retningslinjer for hvor stor egenkapitalen bør være, men på bakgrunn av Proff forvalt sine anslag og sett opp mot konkurrentene, må utviklingen kunne sies å være positiv.

7.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden beskriver forholdet mellom egenkapital og gjeld i en bedrift. Jo lavere gjeldsgraden er, jo høyere er soliditeten i bedriften. Årsaken til at gjeldsgraden bør være lavest mulig er som følge av rentene en påtar seg ved å ha gjeld. Disse rentene påfører kostnadsforpliktelser for bedriften, og hvis gjeldsgraden holdes lav minker effekten av renteforpliktelsene. En lav gjeldsgrad

betyr lavere krav til kontantinntjening, som dermed reduserer risikoen for at bedriften blir slått konkurs. (Kristoffersen 2014, 489-490)

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$



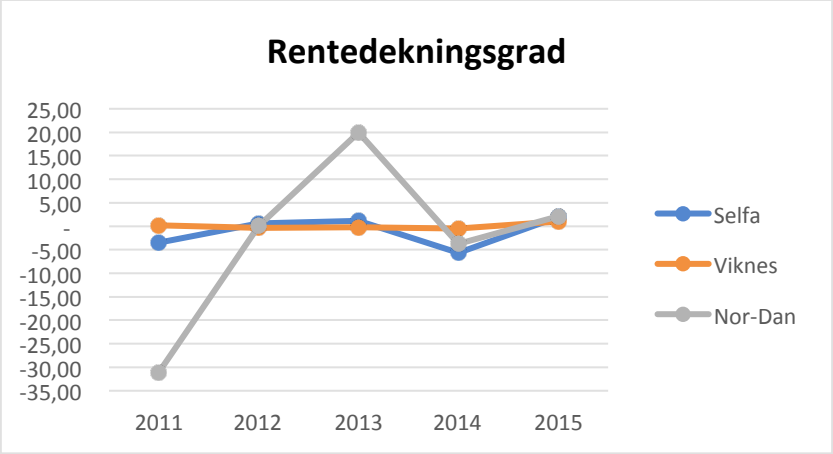
Figur 12: Utviklingen i gjeldsgraden

Diagrammet viser at Viknes og Nor-Dan har vært stabile rundt samme nivå mens Selfa har hatt en jevn reduksjon av gjeldsgraden. Selfas gjeldsgrad gjenspeiler på mange måter utviklingen i egenkapitalandelen. Reduksjonen av gjeld er markant fra 2012 og utover. Gjeldsreduksjonen skyldes i hovedsak nedleggelsen av to avdelinger i 2013 som nevnt tidligere. Dette har vært medvirkende til frigjøring av en betydelig mengde gjeld. Reduksjonen tilsvarer NOK 20 000 000, som betyr en gjeldsnedgang på 44 % i perioden 2012 til 2015. I 2015 er gjeldsgraden til Selfa 1,92, som er innenfor intervallet Proff forvalt anser som «god».

7.3.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden gir et bilde av i hvilken grad en bedrift har evne til å betale sine rentekostnader. (Kristoffersen 2014, 491) Hvis et selskap har en lav rentedekningsgrad, vil det bety at det står svekket i forhold til handlefrihet, fleksibilitet og evnen til å påta seg ytterligere låneforpliktelser. Rentedekningsgraden er derfor en god indikator på en bedrifts soliditet.

$$Rentedekningsgrad = \frac{(Resultat\ før\ skatt + finanskostnader)}{Finanskostnader}$$



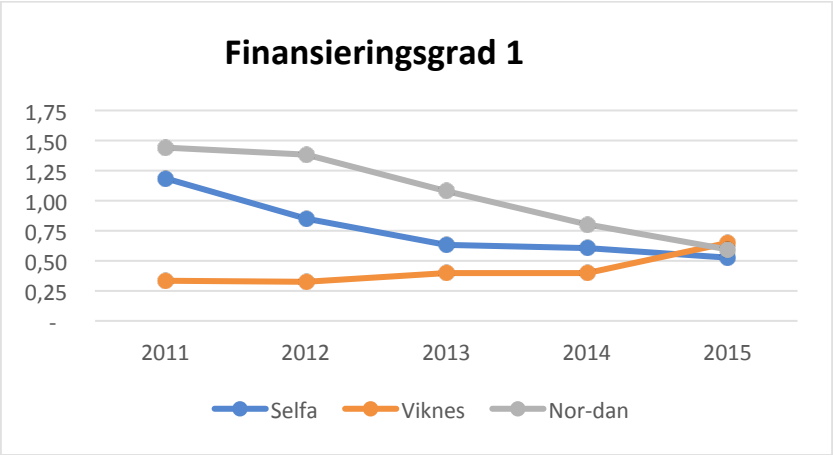
Figur 13: Rentedekningsgrad

Diagrammet viser at både Nor-Dan og Viknes ligger omtrent på samme nivå som Selfa. Selfas rentedekningsgrad har vært stabil med unntak av en nedgang i 2014 som skyldtes et negativt årsresultat som følge av kostnader knyttet til nye produkter og ny produksjonsteknologi. Rentekostnadene har holdt seg relativt stabile i perioden 2011 til 2015. I 2015 er rentedekningsgraden 1,99, som er innenfor intervallet Proff forvalt anser som tilfredsstillende.

7.3.4 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 forteller oss hvor stor grad av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Den langsiktige kapitalen i en bedrift bør finansiere både anleggsmidlene og den minst likvide delen av omløpsmidlene. Dermed bør forholdstallet være mindre enn 1. (Kristoffersen 2014, 486)

$$Finansieringsgrad\ 1 = \frac{Anleggsmidler}{(Langsiktig\ gjeld + Egenkapital)}$$



Figur 14: Utviklingen i finansieringsgrad 1

Diagrammet viser at Selfa har hatt en positiv utvikling i senere år. En må tilbake til 2011 for å finne siste indikasjon på at deler av anleggsmidlene ble finansiert med kortsiktig kapital. Sammenlignet med Viknes og Nor-Dan er derfor finansieringsgrad 1 relativt lik de seneste årene.. Dette betyr at selskapenes anleggsmidler finansieres som anbefalt med langsiktig kapital. Selfa hadde i 2015 en finansieringsgrad 1 på 0,53, som er godt innenfor den anbefalte retningslinjen på under 1.

7.4 Oppsummering av regnskapsanalysen

Lønnsomhetsanalysen forteller oss at Selfa har hatt en positiv utvikling de siste årene, med unntak av et ekstraordinært år i 2014 hvor omstillingskostnadene forbundet med ny produksjonsteknologi bidro til et underskudd. Deler av kostnadene forbundet med den nye teknologien ble også regnskapsført i 2015. Likevel ser vi en tilfredsstillende avkastning på innsatsen fra drift og eier. Den positive utviklingen forventes å fortsette de neste årene som følge av nedleggelsen av nybygg-avdelingen i Trondheim, som ble gjennomført for å gjøre selskapet mer kostnadseffektivt.

Soliditetsanalysen reflekterer en stadig sterkere soliditet som følge av reduksjonen av gjeld de siste årene, samtidig som at egenkapitalen har vokst. På bakgrunn av den overnevnte omstillingen forventes det at soliditeten opprettholdes i årene som kommer. På grunnlag av dette, og det faktum at selskapet har et morselskap som ser på Selfa som en del av seg selv, har Selfa gode forutsetninger for å tåle tap.

Betalingsevnen til selskapet har i likhet med lønnsomheten og soliditeten også hatt en positiv utvikling. I 2015 er forholdstallene likviditetsgrad 1 og 2 tilfredsstillende, og dette tyder på at selskapet har en tilfredsstillende betalingsevne. Som resultat av omstillingen i selskapet vil både kortsiktig gjeld og varelageret minke i 2016. Ved behov har selskapet tilgang til ytterligere midler gjennom morselskapet Industriparken Eiendom AS. Således forventes betalingsevnen å være tilfredsstillende også i årene som kommer.

8.0 Prognostisering av framtidsregnskap

For å kunne estimere en prognose av regnskapet er en avhengig av å legge til grunn ulike forutsetninger og prediksjoner. Ved å utarbeide en strategisk og en regnskapsmessig analyse har vi laget et grunnlag for våre prognoser. Den interne

og eksterne analysen belyser forhold som kan påvirke fremtiden for Selfa, og regnskapsanalysen hjelper oss med å gi en prediksjon på hvilken regnskapsmessig utvikling selskapet vil ha i årene som kommer. Videre har vi innhentet informasjon fra historiske regnskapstall, samtaler med daglig leder og andre primærkilder innad i selskapet. Som følge av at det er umulig å beregne helt riktige prognoser, vil også våre subjektive meninger være en faktor som gir utslag på beregningene. Ut ifra informasjonen vi har tilgjengelig velger vi å sette prognoseperioden til fem år. Etter prognoseperioden forventer vi en evig inflasjonsvekst på 2,5%, som tilsvarer inflasjonsmålet til Norges Bank. (Norges Bank 2017)

8.1 Nybygginntekter

Nybygginntekter genereres av båtsalg. Salg av nybygg har foregått både i Trondheim og Rødskjær frem til 2016. I dag står avdelingen på Rødskjær for alle nybygginntekter i selskapet.

Alle tall i tusen	2011	2012	2013	2014	2015
Nybyggintekter	30 000	42 000	30 000	32 000	33 000
Vekst i %		40 %	-29 %	7 %	3 %
Gjennomsnitt	5 %				

Figur 15: Utviklingen i nybygginntekter

Selfas inntekter fra nybygg har totalt sett holdt et stabilt nivå de siste fem årene. Unntaket er i 2012 da selskapet hadde et spesielt godt salgsår.

Nybygginntektene vil reduseres betydelig i årene som kommer som følge av nedleggelsen av nybyggavdelingen i Trondheim. Omstillingen spås å føre til et inntektstap på ca. NOK 19 000 000 i 2016. Samtidig reduseres kostnadene betraktelig slik at lønnsomheten totalt sett skal forbedres. Fra 2016 og utover er det kun nybyggsavdelingen på Rødskjær i Troms som vil være operasjonell. På bakgrunn av god etterspørsel og beliggenheten mot den viktigste delen av markedet i Nordland/Troms, forventes det stabile inntekter fra denne avdelingen. Vi forventer at båtprisene vil vokse i takt med inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5% i vår prognoseperiode 2016-2020. (Norges Bank 2017) Salgsinntektene på nybygg spås å i første omgang ligge på rundt NOK 13 000 000 i 2016. Videre forutsetter vi en stabil vekst etter nedgangen i 2016 på ca. 3 %. Denne forventningen har vi på bakgrunn av den historiske utviklingen i salgsinntektene, samt at vi forventer at beliggenheten vil føre til en fortsatt solid etterspørsel i markedet.

8.2 Reparasjon/Service/Kontroll- inntekter

Inntektene i denne posten genereres fra reparasjon, service og kontroll av lystbåter og yrkesfartøyer. Avdelingene er lokalisert i Trondheim og Rødskjær, men majoriteten av inntektene genereres fra avdelingen på Rødskjær som følge av beliggenheten i forhold til den viktigste delen av markedet i Nordland og Troms.

Alle tall i tusen	2011	2012	2013	2014	2015
Rep.avdeling	29 000	30 000	26 000	32 000	33 000
Vekst i %		3 %	-13 %	23 %	3 %
Gjennomsnitt	4 %				

Figur 16: Utviklingen i rep.avdeling inntekter

Inntektene fra denne posten har vært ganske stabil med unntak av en liten nedgang i 2013. Dette skyldes nedleggelsen av to avdelinger. Den nye modellen medbrakte vekst i årene som fulgte, og avdelingene sto i 2014 og 2015 for ca. 50 % av inntektene i selskapet.

Som følge av nedleggelsen av nybygg-avdelingen i Trondheim vil dette være den største inntektskilden for Selfa i årene som kommer. Omstillingen er gjort for å redusere de betydelige kostnadene som medfølger ved produksjon av båter. Disse avdelingene krever mindre ressurser og er derfor ansett for å være klart mer lønnsomme for selskapet. Reparasjon, service og kontroll av lystbåter og yrkesfartøyer vil derfor være en viktig del av driften fremover.

Som følge av omstillingen i selskapet forventer vi at det vil bli en liten nedgang i inntektene i 2016. Omstillingen er rettet mot nybygg, men vi forventer at den også vil ha en negativ effekt på rep.avdelingen som følge av alt arbeidet som blir lagt ned i spissingen av nybyggvirksomheten. På bakgrunn av dette forutsetter vi en nedgang på NOK 3 000 000 i inntekter i 2016. Det er et uttalt mål fra daglig leder Erik Ianssen at det skal satses mer på reparasjon, service og vedlikehold i årene som kommer. Som følge av at denne avdelingen er den mest lønnsomme, vil denne delen av virksomheten bli prioritert. På bakgrunn av dette, og at denne inntektskilden de siste årene har hatt stabil vekst, forutsetter vi en vekst på rundt 3,5 % ut prognoseperioden.

8.3 Andre driftsinntekter

Andre driftsinntekter har historisk sett variert de siste fem årene. Det skyldes at posten i hovedsak består av eventuelle salg av anleggsmidler og mottatt støtte. I 2016 vil Selfa motta ca. NOK 4 000 000 i forbindelse med støtte til utvikling av

EL-sjarker. Videre er det usikkert hvordan utviklingen vil være, men på bakgrunn av at Selfa vil fortsette å satse på produksjon av EL-sjarker forventer vi at det også vil mottas støtte i fremtiden. Vi forutsetter derfor at Selfa vil motta 4 millioner kroner i 2016, og videre NOK 1 000 000 per år i den resterende delen av prognoseperioden.

8.4 Varekostnad

Alle tall i tusen	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	60 953	71 137	60 030	64 470	70 808
Varekostnader	30 359	32 599	24 907	34 668	31 787
Varekostn. i % av DI	**49,8 %**	**45,8 %**	**41,5 %**	**53,8 %**	**44,9 %**
Gjennomsnitt	**47,2 %**				

Figur 17: Utvikling i varekostnader i % av driftsinntekt

Varekostnadene til Selfa består av materialer benyttet til produksjon av nybygg og til reparasjon og service og av fartøy i forskjellige størrelser. Denne kostnadsposten har vært relativt stabil de siste årene. Dette er naturlig med tanke på at nybygg og reparasjon har et tilnærmet gitt ressursbehov som øker parallelt med salget.

I 2016 forventer Selfa en kraftig nedgang i varekostnadene. Dette er som følge av den store omstillingen som har blitt gjort i selskapet. Nybyggavdelingen i Trondheim har blitt lagt ned og alt av nybyggaktivitet ble flyttet til Rødskjær i Troms. Dette medfører et forventet kostnadsbortfall på 20 MNOK, hvor varekostnadene er forventet å bli redusert med 15 MNOK. Samtidig vil også inntektene falle med 19 MNOK. Hensikten med omstillingen er å bli mer kostnadseffektiv, og å øke fokuset på rep.avdelingen som er langt mindre kostnadskrevende. Som følge av disse faktorene forventer vi at varekostnadene vil ligge noe lavere i % av driftsinntekter enn det de har gjort de siste fem årene. Vi legger derfor inn varekostnader i % av driftsinntekter på 40% i vår femårige prognose.

8.5 Lønnskostnad

Alle tall i tusen	2011	2012	2013	2014	2015
Lønnskostnader	22 063	26 185	22 830	21 818	24 259
Vekst i %		19 %	-13 %	-4 %	11 %
Gjennomsnitt	3 %				

Figur 18: Utvikling i lønnskostnader

De siste fem årene har lønnskostnadene til Selfa variert en del som følge av omorganiseringer i selskapet, noe som i hovedsak knyttes til nedleggelsen av to

avdelinger i 2013. I 2016 vil det også bli en relativ stor endring i lønnskostnadene i forbindelse med nedbemanning. Dette er som følge av omstillingen som medfører en nedbemanning på 14 årsverk fra og med 2016. Det ligger en forventning om en reduksjon på 5 MNOK i 2016, mens nedgangen vil føre til et ytterligere fall på 1 MNOK i 2017. Dette er på bakgrunn av kontraktlengden til de ansatte, slik at den fullstendige effekten av nedbemanningen strekker seg fra 2016 til 2017. Følgelig forutsetter vi en lønnskostnad på henholdsvis 19 MNOK i 2016 og 18 MNOK i 2017. Videre forutsetter vi en vekst på 4%, noe som tilsvarer en vekst noe over inflasjonsmålet til Norges Bank.

8.6 Avskrivninger

Alle tall i	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	60 953	71 137	60 030	64 470	70 808
Avskrivninger	2 997	2 992	2 675	2 594	2 919
AVS i % av DI	**5 %**	**4 %**	**4 %**	**4 %**	**4 %**
Gjennomsnitt	**4 %**				

Figur 19: Utvikling i avskrivninger

I de fem siste årene har avskrivningene ligget på omtrent samme nivå, med et gjennomsnitt på 4 % av driftsinntektene. Dette gjenspeiler at avskrivningene endrer seg i takt med de strategiske beslutningene. På tross av omstillingen i 2016 forventer Selfa at avskrivningene vil ligge på omtrent samme % av driftsinntekter som de fem siste årene. Dette skyldes at avskrivningsgrunnlaget også vil være lavere i 2016 som følge av et salg av driftsmiddel. På bakgrunn av dette forutsetter vi at avskrivningene vil falle med ca. NOK 1 000 000 i 2016. Deretter forventer vi at avskrivningene vil øke med NOK 50 000 i de resterende årene av femårs-prognosen.

8.7 Investeringer i driftsmidler

Det har blitt investert i driftsmidler de siste årene. Dette henger sammen med at det er behov for mindre investeringer i forbindelse med produksjonen av nybygg. Likevel har investeringene variert i størrelse og antall. Etter samtaler med daglig leder forventer vi at det blir investert for ca. NOK 300 000 i 2016, før det videre forutsettes at det vil investeres for NOK 150 000 per år i resten av prognoseperioden.

8.8 Annen driftskostnad

Alle tall i tusen	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Driftsinntekter	60 953	71 137	60 030	64 470	70 808
Annen driftskostnad	8 634	8 636	8 475	9 743	9 376
Annen DK i % av DI	14 %	12 %	14 %	15 %	13 %
Gjennomsnitt	**14 %**				

Figur 20: Utvikling i annen driftskostnad i % av driftsinntekter

Annen driftskostnad består hovedsakelig av husleie og strøm. De siste fem årene har denne posten ligget relativt stabilt i % av driftsinntektene. Omstillingen i selskapet vil føre til at andre driftskostnader, i likhet med varekostnader, vil reduseres. Det er forventet en nedgang på ca. 3 millioner kroner i andre driftskostnader. Dette består hovedsakelig av bortfall i leiekostnader i forbindelse med nedleggelsen av nybyggavdelingen i Trondheim. Videre er det forventet et fall på 19 MNOK i driftsinntekter. Som følge av dette forventes det at annen driftskostnad i % av driftsinntekter vil ligge litt under gjennomsnittet de siste fem årene. Følgelig ligger annen driftskostnad i % av driftsinntekter på 12% i vår femårige prognose.

8.9 Skatt

Selfas skattesats for perioden 2011-2015 har vært på 25%. Den effektive skattesatsen har variert noe, men vi velger å ta utgangspunkt i skattesatsen som i utgangspunktet er bestemt. Skattesatsen fra og med 2016 vil også ligge på 25%, og er forventet konstant ut prognoseperioden.

8.10 Endring i operasjonell arbeidskapital

Selfa er avhengig av tilstrekkelig arbeidskapital for å kunne produsere nybygg i et jevnt tempo. Virksomheten er derfor svært arbeidskapitalintensiv, og dette er noe som gjenspeiles i omløpshastigheten på eksempelvis varelageret.

For å finne endringene i den operasjonelle arbeidskapitalen til Selfa har vi tatt utgangspunkt i historiske tall fra 2012-2015. Her finner vi at gjennomsnittet på omløpshastigheten for henholdsvis varelager, totale fordringer og leverandørgjeld ligger på 2,5 , 4,88 og 3,77. Disse omløpshastighetene er videre brukt for å beregne NOAK for de neste fem årene. Se vedlegg 1 for fullstendige beregninger av NOAK.

9.0 Balansereformulering som grunnlag for verdsettelsen

For å komme frem til riktige tall som grunnlag for verdivurderingen av egenkapitalen til Selfa utfører vi en reformulering av balansen. Omgrupperingen av balansen har blitt utført med utgangspunkt i Selfa sin balanse per 01.01.2015. Vi startet med å analysere de forskjellige postene og videre plassere dem i de riktige aktiva og passiva klassene. Deretter har vi satt postene inn i den nye balanselikningen og fordelt postene for å muliggjøre en utregning av totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftsmidler. Se vedlegg 2 for fullstendig oversikt over reformuleringen av balansen. I balansen for sysselsatt kapital finner vi et uttrykk for verdiskapningen i Selfa, mens netto driftsmidler brukes til å finne selskapets netto rentebærende gjeld. Netto rentebærende gjeld brukes videre i utregningen til avkastningskravet for verdivurderingen. Nedenfor ligger resultatet av beregningene av TK, SYS og NDM- balansene:

Tall i NOK	**Balanse**		
	Totalkapital		
Driftsrelaterte eiendeler Finansielle eiendeler	36773972 1440927	13090030 11168484 13956386	Egenkapital Driftsrelatert gjeld Rentebærende gjeld
	38214900	**38214900**	
	Sysselsatt kapital		
Netto driftsrelaterte eiendeler Finansielle eiendeler	25605488 1440927	13090030 13956386	Egenkapital Rentebærende gjeld
	27046415	**27046415**	
	Netto driftsmidler		
Netto driftsrelaterte eiendeler	25605488	13090030 12515459	Egenkapital Netto rentebærende gjeld
	25605488	**25605488**	

Figur 21: Reformulering av balansen

9.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Vi har tatt utgangspunkt i årsregnskapene til Selfa i perioden 2011-2015. Disse regnskapene representerer en normalisert drift. Selfa har ingen ekstraordinære poster som må omgrupperes. Vi anser derfor en omgruppering av resultatregnskapet til å være uten nytteverdi for analysen.

10.0 Avkastningskrav

10.1 Beta

Selfa er ikke børsnotert og det er derfor ikke mulig å beregne en betaverdi ut i fra markedet. I likhet med Selfa er heller ingen av konkurrentene innenfor fiskebåtbyggebransjen børsnotert. I utlandet er shipping den nærmeste bransjen med registrert beta, men dette anser vi for å være en bransje for langt unna risikoen i bransjen Selfa opererer i. Videre er det for få fiskebåtbyggerier i utlandet til å finne en riktig bransjebeta. Derfor er det nærmeste vi kommer til en bransjebeta betaen vi finner i oppdrettsnæringen i Norge. Dette er selskaper som er avhengige av fisk for å være lønnsomme og er således til dels sammenlignbare i forhold til bransjen Selfa opererer i. Likevel er det flere vesentlige ulikheter i forhold til risiko. Oppdrettsselskaper opererer med konsesjoner som kan vare i mange år, mens de som livnærer seg på fiske fra fiskebåter har kvoter som ikke kan sammenlignes med konsesjonene i forhold til varighet. Videre er dette selskaper som er mange ganger større enn Selfa. På bakgrunn av dette velger vi å finne betaen til fem børsnoterte selskaper i oppdrettsnæringen; Marine Harvest, Salmar, Grieg Seafood, Austevoll Seafood og Norway Royal Salmon. Alle er norske og børsnotert på OSEBX. Betaene er resultat av ett-års beregninger utført av E24. (E24 2017) Vi starter med å finne levered beta, som er følgende:

Levered beta oppdrett	MHG	SALMAR	GSF	AUSS	NSR
Levered beta	0,72	0,92	1,19	0,79	1,81

Figur 22: Levered beta

Ettersom kapitalstrukturene påvirker risikoen til selskapene, må vi korrigere levered beta for ulikheter i kapitalstrukturen for de forskjellige selskapene. En konvertering til unlevered beta vil vise betaverdien til selskapene dersom de hadde vært 100% egenkapitalfinansiert. På denne måten får vi fjernet ulikhetene knyttet til finansieringen. På tabellen under vises utførelsen av utregningen til unlevered beta for selskapene:

Justering av beta	MHG	SALMAR	GSF	AUSS	NSR
Levered beta	0,72	0,92	1,19	0,79	1,81
Markedsverdi EK	2068	5227	3207	13611	653
Markedsverdi RBG	944	5716	3561	12183	1187
EK/EV forhold	0,69	0,48	0,47	0,53	0,35
Unlevered beta	**0,49**	**0,44**	**0,56**	**0,42**	**0,64**

Figur 23: Justering av beta til unlevered beta

Videre velger vi å vekte selskapene ulikt for å finne frem til en unlevered beta som er mest mulig representativ for Selfa. Vi velger å vekte Norway Royal Salmon og Grieg Seafood tyngst på bakgrunn av at deres risikoprofil er nærmest Selfa. Videre vil vi legge på en skjønnsmessig justering av den beregnede betaen vi får etter vektingen. Dette gjør vi for å korrigere for at Selfa opererer i en annen bransje som medfører høyere risiko, samt at Selfa er et langt mindre selskap enn utvalget. Unlevered beta for Selfa blir derfor som følger:

	MHG	SALMAR	GSF	AUSS	NSR
Unlevered beta	0,49	0,44	0,56	0,42	0,64
Vekting	0,1	0,05	0,2	0,05	0,6
Skjønnsmessig justering			0,7		
Korrigert unlevered beta Selfa			**1,29**		

Figur 24: Korrigert unlevered beta Selfa

Nå som vi vi har funnet unlevered beta for Selfa, må vi finne relevered beta korrigert for selskapets kapitalstruktur. Dette har vi gjort ved hjelp av iterasjoner. Regnearkene stabiliserer seg fra den fjerde iterasjonen. Relevered beta er da på 2,4054. Se vedlegg 3 for fullstendige iterasjonsberegninger.

10.1.1 Betaverdi justert for Blume-effekten

For å komme frem til endelig beta har vi valgt å justere med Blume-effekten. Dette gjør vi fordi vi estimerer de fremtidige kontantstrømmene for 5 år, men i virkeligheten forutsetter vi at virksomheten vil drives videre også i lang tid etter vår predikerte periode. Derav beregner vi også en terminalverdi. Ved hjelp av de samme iterasjonene finner vi at blumejustert beta er 1,9369.

$$\boldsymbol{\beta Blume} \rightarrow (2,4054 * 0,67) + (1 - 0,67) = \underline{1,9369}$$

10.2 Skatt

Per 01.01.2015 er den gjeldende skattesatsen 25%, og derfor settes kreditor- og bedriftsskatten lik denne. Selfa betaler ikke utbytte og derfor settes skattesatsen til eierne lik 0%.

10.3 Risikofri rente

Vi har valgt å bruke den risikofrie renten til en norsk tiårig statsobligasjon. Vi velger dette ettersom at vi forutsetter fortsatt drift i vår analyse av selskapet. For å beregne et så nøyaktig tall som mulig, velger vi å beregne et gjennomsnitt av den risikofrie renten på en tiårig statsobligasjon. Vi gjør beregningen med

utgangspunkt i perioden 02.01.2017-11.04.2017, og får at den risikofrie renten blir på 1,72 %. (Norges Bank 2017)

10.4 Markedets risikopremie

Risikopremien i det norske markedet har ifølge en omfattende rapport laget av NFF og PWC holdt seg uendret på 5 % siden 2011. (PwC 2016) Vi velger derfor å fastsette risikopremien til 5 % før skatt. Etter skatt blir premien som følger:

$$MRP_{ES} = MRP_{FS} + (r_f * \text{Sk})$$

$$MRP_{ES} = 5\ \% + (1{,}723 * 0{,}25)$$

$$MRP_{ES} = 5{,}43\ \%$$

10.5 Småbedriftspremie

Ved å ta utgangspunkt i rapporten NFF og PWC utga i 2016 mener vi det er hensiktsmessig med en såkalt småbedriftspremie som et tillegg til markedets risikopremie. Rapporten er basert på 143 svar av NFFs 1166 medlemmer. 83% av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper. (PwC 2016) Dette påslaget øker jo mindre selskapet er. Vi anslår markedsverdien til Selfa for å være under 500 millioner kroner og velger derfor å legge til en småbedriftspremie på 4%. Dette gjør vi for å ta høyde for den økte risikoen som på generelt grunnlag følger mindre selskaper.

10.6 Gjeldskostnad

Den gjennomsnittlige gjeldsrenten for Selfa har ligget på ca. 4% i perioden 2011-2015. Etter samtale med daglig leder i selskapet forutsetter vi at renten vil holde seg på 4% også i vår prognoseperiode.

10.7 WACC

For å komme frem til avkastningskravet til totalkapitalen har vi først beregnet avkastningskravet til egenkapitalen ved å benytte oss av følgende nøkkeltall

EK avk.	**20 %**
Blumejustert beta	1,9369
Markedspremie	5,43 %
Småbedriftspremie	4 %
Risikofrirente	1,72 %
Skatt	25 %

Figur 25: Tall til beregning av avkastning

Videre har vi kommet frem til avkastningskravet til totalkapitalen ved å sette K_{EK} , K_G, skattesats, verdi av egenkapitalen og netto rentebærende gjeld inn i følgende formel:

$$\boldsymbol{WACC} = K_{EK} * \frac{EK}{EK+NRBG} + K_G * (1-S) * \frac{NRBG}{EK+NRBG}$$

$$\mathbf{WACC} = 0{,}20 * \frac{13090}{13090+12515} + 0{,}04 * (1-0{,}25) * \frac{12515}{13090+12515}$$

$$\boldsymbol{WACC} = \underline{\mathbf{11{,}84\ \%}}$$

For å komme frem til et endelig estimat på avkastningskravet har vi brukt iterasjoner. Ved å gjøre dette ser vi at avkastningskravet stabiliserer seg etter den fjerde iterasjonen. Gjelds- og egenkapitalen stabiliserer seg ved samme iterasjonsantall på henholdsvis 46 % og 54 %. Beregningene fremkommer i vedlegg 3.

Endelig avkastningskrav til totalkapitalen etter iterasjoner = 11,88 %.

11.0 Verdien av egenkapitalen til Selfa Arctic AS

For å komme frem til verdien av egenkapitalen til Selfa Arctic AS har vi kalkulert nåverdien og terminalverdien av den frie kontantstrømmen fra drift. Prognosene vi har utført er grunnlaget for kontantstrømmen i perioden 2016-2020. Kontantstrømmen blir derfor som følger:

	2016	2017	2018	2019	2020
FCF^{NDM}	7 372 279	3 054 655	2 252 405	2 221 751	2 185 938

Figur 26: FCF-NDM

Vi finner terminalverdien ved å neddiskontere kontantstrømmen fra år 2020 til år 2016. For å utføre beregningen bruker vi «Gordons vekstformel». Formelen tar utgangspunkt i at verdien av fremtidig evig kontantstrøm er lik nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer. (Investopedia 2017) Vi bruker følgende formel:

$$\textit{Terminalverdi 2020} = \frac{FCF_{2020} * (1+v)}{WACC - v}$$

$$\textit{Terminalverdi 2016} = \frac{Terminalverdi\ 2020}{(1+WACC)\text{^}5}$$

Vi velger å sette vekstraten (v) lik inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5%. Vi gjør dette fordi formelen forutsetter konstant vekst, og at det ikke eksisterer

konkurransefortrinn fordi det hadde medført vekst i bransjen. For å beregne terminalverdien bruker vi avkastningskravet på 11,88% som ble beregnet ved hjelp av iterasjoner i avsnitt 10.7. Med dette som utgangspunkt blir terminalverdien til Selfa som følger:

Terminalverdi år 2020	23 989 143
NNV av terminalverdi 2020	**13 686 170**

Figur 27: NNV av terminalverdi 2020

Videre beregnes nåverdien av den frie kontantstrømmen ved å diskontere kontantstrømmene i perioden 2016-2020 med avkastningskravet til totalkapitalen. For å komme frem til endelig verdi av egenkapitalen bruker vi følgende tall i NOK:

Terminalverdi NNV 2016	16 686 170
NNV av KS 2016-2020	13 303 652
Enterprise Value	26 989 822
NRBG	12 515 459
Verdi egenkapital	**14 474 363**

Figur 28: Verdi av egenkapitalen

Enterprise Value (EV) er summen av terminalverdien og nåverdien av kontantstrømmen. Videre trekkes netto rentebærende gjeld (NRBG) fra EV og vi finner verdien av egenkapitalen. Markedsverdien av egenkapitalen til Selfa Arctic AS blir dermed NOK 14 474 363 per 01.01.2016.

12.0 Sensitivitetsanalyse

I en fundamental verdsettelse vil det alltid være mange usikre momenter. Det er umulig å spå helt korrekte tall for alle momentene. Vi vil derfor foreta en sensitivitetsanalyse for å vurdere de mest usikre variablene fra utregningene. Analysen forteller oss hvilke ulike typer utfall som kan oppstå dersom størrelsene som er beregnet avviker fra prognosene. Således får vi et intervall som viser hvor det er mest sannsynlig at verdien av egenkapitalen ligger innenfor.

12.1 Monte Carlo Simulering

For å foreta sensitivitetsanalysen bruker vi et Monte Carlo simuleringsverktøy som inngår i tilleggspakken Crystal Ball til Excel. Formålet med verktøyet er å anslå sannsynligheten av et utfall gjennom å utføre tusenvis av simuleringer på de mest usikre variablene. Vi har valgt å utføre 50 000 simuleringer. De variablene vi

anser som mest usikre er unlevered beta, småbedriftspremien, markedets risikopremie etter skatt, nybygginntekt, Reparasjon/Service/Vedlikeholds-inntekt og varekostnad i % av totale driftsinntekt. Se vedlegg 4: «Monte Carlo» for oversikt over statistikken og forutsetningene til simuleringen.

12.2 Nybygginntekt

Nybygginntektene kan variere med etterspørselen i markedet og er derfor en usikker størrelse. Etterspørselen kan for eksempel synke om det er færre som kjøper fisk, eller øke hvis motsatt. I simuleringen bruker vi inntektene for alle fem årene i den fremtidige kontantstrømmen. Vi har valgt en normalfordeling ettersom det er sannsynlig at inntektene kan bli både lavere eller høyere. Standardavviket er satt til 2%.

12.3 Reparasjon/Service/Kontroll-inntekt

I denne delen av driften genereres majoriteten av inntektene i sesonger. De ansatte er derfor avhengig av å være effektive i sesongene for å skape gode resultater. Det kan derfor være variasjon i inntektene som følge av effektiviteten i sesongen. Vi har valgt en normalfordeling ettersom det er sannsynlig at inntektene kan bli både lavere eller høyere. Standardavviket er satt til 2%.

12.4 Varekostnad i % av driftsinntekt

Varekostnadene korrelerer sterkt med driftsinntektene. De kan også variere som følge av varierende kostnadseffektivitet i selskapet. Vi mener derfor det er sannsynlig at varekostnadene kan bli både mer eller mindre enn estimert. Følgelig har vi valgt en normalfordeling med standardavvik på 2%.

12.5 Unlevered beta

Unlevered beta er mest sannsynlig den mest usikre størrelsen i verdsettelsen. Årsaken til dette er at Selfa ikke er børsnotert og at det heller ikke er sammenlignbare selskap i bransjen som er børsnotert. Vi har derfor tatt utgangspunkt i en beta fra en annen bransje innenfor fiske og lagt til en skjønnsmessig justering. Beta er en variabel med betydelig påvirkningskraft på nåverdien av selskapet. Vi velger derfor å bruke en normalfordeling med en laveste verdi på 1,20 og en høyeste verdi på 1,60, hvor standardavviket er satt til 0,10.

12.6 Småbedriftspremie

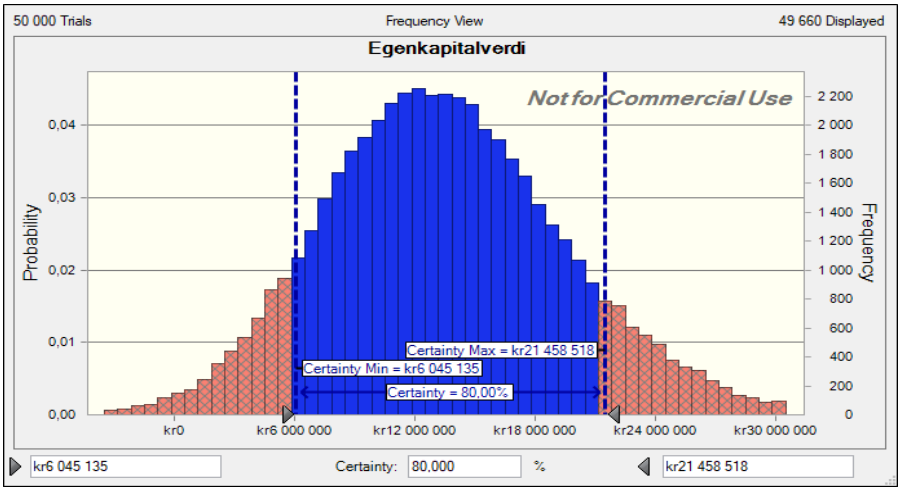
Småbedriftspremien er en relativt subjektiv størrelse og derav også en usikker størrelse. Den har stor påvirkningskraft på verdien av egenkapitalen, ettersom den øker avkastningskravet på egenkapitalen. Vi var valgt en normalfordeling et standardavvik på 1%.

12.7 Markedets risikopremie etter skatt

Markedets risikopremie etter skatt har en sterk betydning på avkastningskravet til egenkapitalen. Renten har lenge vært på et svært lavt nivå, men den kan fortsatt bli lavere. Samtidig er det mulig at den øker i løpet av fem år. Vi legger derfor til grunn en normalfordeling med laveste verdi på 5% og høyeste verdi på 7%. Standardavviket er satt til 1%.

12.8 Resultat av Monte Carlo-simuleringen

Vi har foretatt 50 000 simuleringer av de variablene vi anser som mest usikre. Som resultat av simuleringene får vi en tilnærmet normalfordelt kurve som inneholder gjennomsnittlig verdi av egenkapitalen til Selfa.



Den høyeste frekvensen av nåverdier illustreres av de høyeste kurvene i figuren. Monte Carlo-simuleringen viser med 80% sikkerhet at verdien av egenkapitalen til Selfa vil ligge mellom NOK 6 045 135 og NOK 21 458 518 per 01.01.2016. Den gjennomsnittlige verdien er NOK 13 524 622, som er i nærheten av verdien beregnet av FCF^{NDM}-modellen.

13.0 Konklusjon

I henhold til vår problemstilling har vi kommet frem til at verdien av egenkapitalen til Selfa Arctic AS per 01.01.2016 er NOK 14 474 363. Beløpet er beregnet ved hjelp av FCF^{NDM} - modellen og iterasjoner.

Ved å benytte Monte Carlo-simuleringer fremkom det at verdien av egenkapitalen med 80 % sikkerhet skal befinne seg mellom NOK 6 045 135 og NOK 21 458 518. Beregningen ble utført for å ta høyde for de mest usikre variablene i utregningen av egenkapitalverdien til selskapet.

Med utgangspunkt i de forutsetninger som er tatt, og det faktum at verdien er tilnærmet lik den bokførte egenkapitalen i selskapet, anser vi derfor verdiene som fremkommer i vår verdivurdering som realistisk.

14.0 Kritikk til oppgaven

Denne delen av oppgaven vil bestå av å beskrive ulike svakheter knyttet til forutsetninger og begrensninger oppgaven er bygget på. Det er umulig å spå en helt korrekt fremtid for et selskap, selv i en kort prognoseperiode på 5 år. Flere av tallene vil derfor være basert på en rekke forutsetninger og antagelser som det er vanskelig å si om faktisk vil være tilfelle. Videre er utregningene basert på formler og modeller som forenkler virkeligheten, og disse vil således kun gi tilnærminger og ikke faktiske verdier. Vi vil derfor trekke frem de svakheter vi mener har størst effekt på beregningen av egenkapitalverdien til Selfa.

14.1 Avkastningskrav

For å beregne en realistisk verdi av egenkapitalen er en avhengig av å bruke et avkastningskrav som har rot i virkeligheten. Dette er fordi avkastningskravet har størst betydning for verdien av selskapet. Vi har beregnet et avkastningskrav på 11,88 %, men det er langt ifra noen garantier for at det er riktig. En endring på 1 % kan gi store utslag for verdien av egenkapitalen. Det er derfor feil å si at 11,88 % er et helt korrekt avkastningskrav for Selfa. Det er sannsynligvis mer realistisk å si at det ligger på et intervall mellom 10 og 14 %.

14.2 Beta

Å beregne riktig betaverdi er en viktig del av å finne et realistisk avkastningskrav. Selfa er ikke børsnotert og dette er også tilfelle for andre selskaper i bransjen. Utenlands er forskjellen på virksomhetene såpass store at det ikke er

sammenlignbart. Vi besluttet derfor å sammenligne med børsnoterte oppdrettsselskaper i Norge. Bransjen er ulik og selskapene er mye større. Derfor la vi også på en betydelig skjønnsmessig justering. Likevel er det usikkerhet rundt betaen, og dette kan gi utslag på verdivurderingen av egenkapitalen. På bakgrunn av dette ble unlevered beta testet som usikker variabel i Monte Carlo-simuleringen.

14.3 Risikofri rente

Gjennomsnittet som er brukt som tall på risikofri rente er beregnet fra 01.01.2017-11.04.2017. Det er derfor ikke et helt nøyaktig gjennomsnittstall for året så langt. Det er ikke snakk om store forskjeller, men likevel er ikke beregningen av den risikofrie renten optimal.

14.4 Tidspunkt for verdsettelsen

Det beste for oppgaven hadde vært å sette tidspunkt for verdsettelse av Selfa per 01.01.2017. Dette lot seg ikke gjøre ettersom Selfa ikke hadde ferdigstilt regnskapene for 2016. Således kan estimatene være noe avvikende fra virkeligheten. Vi har derimot hatt en god dialog med daglig leder for å minske effektene av avvikene. Samtidig har vi hatt tilgang til gode sekundærkilder. Likevel er det ikke optimalt med et tidspunkt på verdsettelsen per 01.01.2016.

14.5 Småbedriftspremien

Småbedriftspremien vi har valgt er et estimat beregnet ut ifra svar fra NFF sine medlemmer i forbindelse med PWC sin undersøkelse av risikopremien i det norske markedet. Estimatet har derfor ikke vesentlig akademisk tyngde. Dette betyr at teorien som er lagt til grunn ikke er optimal og at tallstørrelsen derfor er usikker. Dette er vesentlig med hensyn til at denne premien gir betydelige utslag på størrelsen av avkastningskravet.

15.0 Referanser

Blume, Marshall E. «Betas and Their Regression Tendencies.» *The journal of finance* (Wiley for the American Finance Association) 30, nr. 3 (Jun 1975): 785-795.

Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J Marcus, og Ravi Jain. *Investements.* Asia: McGraw-Hill Education, 2014.

Bøhren, Øyvind, og Dag Michalsen. *Fiansiell Økonomi: Teori og praksis.* Bergen: Fagbokforlaget, 2010.

E24. *BØRS.* 26 Mai 2017. https://bors.e24.no/#!/market/world (funnet Mai 26, 2017).

E-conomic. *Aktiva.* 27 Mai 2017. https://www.e-conomic.no/regnskapsprogram/ordliste/aktiva.

—. *Passiva.* 27 Mai 2017. https://www.e-conomic.no/regnskapsprogram/ordliste/passiva.

Engø, Terje. *Kyst og havfiske.* 8 September 2016. http://www.kystmagasinet.no/nyheter/tre-sjarkbyggere-dominerer-markedet/.

Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson, og Ragnhild Silkoset. *Metode og dataanalyse.* Oslo: Cappelen Damm Akademisk, 2016.

Gøystdal, Anne M. *Stortinget ber Sandberg gjøre om kvoteinstruks.* 24 Mai 2017. http://www.itromso.no/nyheter/2017/05/24/Stortinget-ber-Sandberg-gjøre-om-kvoteinstruks-14774853.ece (funnet Mai 28, 2017).

Investopedia. *Gordon Growth Model.* 31 Mai 2017. http://www.investopedia.com/terms/g/gordongrowthmodel.asp.

Johnson, Gerry, RIchard Whittington, og Keavan Scholes. «Strategic Capabilities.» I *Fundamentals of strategy*, av Gerry Johnson, RIchard Whittington og Keavan Scholes, 50. Harlow: Pearson Education Limited, 2014.

Kaldestad, Yngve, og Bjarne Møller. *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper.* Oslo: Revisorforeningen, 2011.

Koller, Tim, Marc Goedhard, og David Wessels. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.* New Jersey: John Wiley & Sons, McKinsey & Company, 2010.

Kristoffersen, Trond. *Årsregnskapet*, av Trond Kristoffersen, Bergen: Vigmostad & Bjørke AS, 2014.

Martinussen, Torhild Måkestad. *Nyheter.* 9 Desember 2016. https://fiskeribladet.no/nyheter/?artikkel=50420.

—. *Nyheter.* 18 April 2017. https://fiskeribladet.no/nyheter/?artikkel=52453.

Norges Bank. *Daglige noteringer.* 11 April 2017. http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/.

—. *Norges Bank.* 24 Mai 2017. http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/ (funnet Mai 24, 2017).

—. *Statsobligasjoner Årsgjennomsnitt.* 19 Mars 2017. http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/.

Norges Råfisklag. *Prisutvikling fersk torsk.* 27 Mars 2017. http://www.rafisklaget.no/portal/page/portal/NR/PrisogStatistikk.

Norsk elbilforening. *Elbilens fordeler.* 29 Mars 2017. http://elbil.no/elbil-2/elbilens-fordeler/.

Penman, Stephen H. *Financial Statement Analysis and Security Valuation.* New York: McGraw Hill Higher Education, 2013.

Petersen, Christian V, og Thomas Plenborg. *Financial Statement Analysis - Valuation, Credit Analysis, Executive Compensation.* Hampshire: Ashford Colour Press Ltd, Gosport, 2012.

Porter, Michael E. «Harvard Business Review.» *The five competetive forces that shape strategy*, Januar 2008: 79-93.

PwC. *Risikopremien i det norske markedet.* Oslo: PwC, 2016.

Selfa Arctic AS. *Nybygg.* 13 Februar 2017. http://www.selfa.no/nybygg/.

Selfa Arctic AS. *Årsregnskap.* Brønnøysund: Brønnøysundregistrene, 2015.

Selfa Arctic AS. *Årsregnskapet.* Trondheim: Selfa Arctic AS, 2015.

Tovstiga, George. «Articulating the strategic question.» I *Strategy in practice*, av George Tovstiga, 31. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd, 2013.

Valle, Marius. *TU.* 31 Juli 2015. https://www.tu.no/artikler/dette-er-norges-forste-fiskebat-med-elmotor/196936.

Kilder brukt i forbindelse med betaberegning:

Marine Harvest, annual report:

http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf

Salmar annual report:

http://hugin.info/138695/R/2008391/742845.pdf

Grieg Seafood, annual report:

http://grieg16.digirapport.no/wp-content/uploads/2017/05/GSF_2016_annual_report_ENG.pdf

Austevoll Seafood, annual report:

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Annual%20report/Annual%20Report%202015%20Austevoll%20Seafood%20ASA.pdf

Norway Royal Salmon, annual report:
http://norwayroyalsalmon.com/getfile.php/543/NRS_AnnualReport2015.pdf

16.0 Vedlegg

Vedlegg 1: Beregning av NOAK

NOAK	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Omløpshastighet KF	4,88	4,88	4,88	4,88	4,88	4,88
Omløpshastighet VL	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Omløpshastighet leverandørgjeld	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77
Fordringer	15 960 548	9631148	9311475	9616486	9931760	10257644
Varelager	11 154 625	7520000	7270400	7508552	7754718	8009169
Operasjonelle omløpsmidler	27 115 173	17 151 148	16 581 875	17 125 038	17 686 478	18 266 813
Leverandørgjeld	11 168 484	4 986 737	4 821 220	4 979 146	5 142 386	5 311 120
Sum ikke-rentebærende KG	11 168 484	4 986 737	4 821 220	4 979 146	5 142 386	5 311 120
NOAK	15 946 689	12 164 410	11 760 655	12 145 892	12 544 092	12 955 693
Endring NOAK		**3 782 279**	**403 755**	**-385 237**	**-398 200**	**-411 602**
Sum driftsinntekter	70 808 004	47 000 000	45 440 000	46 928 450	48 466 987	50 057 305
Sum varekostnader	31 787 595	18 800 000	18 176 000	18 771 380	19 386 795	20 022 922

Vedlegg 2: Reformulering av balansen

Reformulering av balansen	2011	2012	2013	2014	2015
Tomter, bygninger o.a. fast eiendom	2 737 965	2 472 211	59 593	27 381	-
Varige driftsmidler	10 168 716	8 364 989	8 874 373	10 724 386	8 764 833
Varelager	21 904 369	24 173 405	11 456 112	8 977 407	11 154 625
Kundefordringer	6 013 556	10 042 420	8 035 720	8 819 138	9 392 738
Kontanter og kontantekvivalenter	1 564 224	412 633	325 272	717564	893 966
Andre fordringer	3 768 085	4 695 763	3 008 834	7 524 234	6 567 810
Driftsrelaterte eiendeler (DE)	**46 156 915**	**50 161 421**	**31 759 904**	**36 790 110**	**36 773 972**
Skyldig offentlige avgifter	1 539 936	1 339 942	1 328 499	1 660 782	2 742 083
Pensjonsforpliktelser	367 099	164 819	65 234	14 021	-
Utsatt skatt	-	-	-	-	-
Leverandørgjeld	8 416 413	6 339 713	7 995 441	10 165 163	8 426 401
Betalbar skatt	-	-	-	-	-
Driftsrelatert gjeld (DG)	**10 323 448**	**7 844 474**	**9 389 174**	**11 839 966**	**11 168 484**
Netto driftsrelaterte eiendeler (NDE =	**35 833 467**	**42 316 947**	**22 370 730**	**24 950 144**	**25 605 488**
Langsiktige banklån	6 551 162	4 965 148	3 525 384	5 107 142	4 321 426
Kortsiktige banklån	2 507 145	4 367 213	2 352 779	858 335	3 336 585
Annen langsiktig gjeld	-	3 500 000	7 345 267	8 184 134	1 997 610
Annen kortsiktig gjeld	23 432 079	25 130 398	4 433 609	5 032 209	4 300 765
Rentebærende gjeld (RBG)	**32 490 386**	**37 962 759**	**17 657 039**	**19 181 820**	**13 956 386**
Lån til foretak i samme konsern					902 000
Konsesjoner, patenter o.l	1 784 469	1 164 875	1 025 179	656 589	287 997
Utsatt skattefordel	1 627 166	1 717 199	1 598 490	1 407 913	250 930
Investering i datterselskap					
Investeringer i tilknyttet selskap	202 000				
Lån tilknyttet selskap og felles	562 906	12 906			
Andre fordringer					
Finansielle eiendeler (FE)	4 176 541	2 894 980	2 623 669	2 064 502	1 440 927
Netto rentebærende gjeld (NRBG =	**28 313 845**	**35 067 779**	**15 033 370**	**17 117 318**	**12 515 459**
Innskutt egenkapital	5 999 000	5 999 000	5 999 000	5 999 000	5 999 000
Overkursfond	784 631	784 631	784 631	784 631	784 631
Annen innskutt egenkapital	1 006 632	465 537	465 537	1 049 193	4 922 290
Opptjent egenkapital	-270 640	-	88 192	-	1 384 109
Egenkapital (EK)	**7 519 623**	**7 249 168**	**7 337 360**	**7 832 824**	**13 090 030**
EK+NRBG	**35 833 467**	**42 316 947**	**22 370 730**	**2 495 144**	**25 605 488**

Vedlegg 3: Iterasjoner

	Endringsceller	1	2	3	4
Avk EK	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Gjeld kost	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
WACC	0,1184	0,1188	0,1188	0,1188	0,1188
Verdi EK	13 090 030	14 507 632	14 473 656	14 474 378	14 474 362
Verdi rentebærende gjeld	12 515 459	12 515 459	12 515 459	12 515 459	12 515 459
Unleverd beta	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
Levered beta	2,5234	2,4029	2,4055	2,4054	2,4054
Blumejustert beta	2,0156	1,9352	1,9370	1,9369	1,9369
NPV	13 313 360	13 303 446	13 303 656	13 303 652	13 303 652
Terminalverdien	13 709 731	13 685 669	13 686 180	13 686 169	13 686 170
Enterprise value	27 023 091	26 989 115	26 989 837	26 989 821	26 989 822
Verdi EK NY	14 507 632	14 473 656	14 474 378	14 474 362	**14 474 363**
WACC vekter					
EK andel	51 %	54 %	54 %	54 %	54 %
Gjeldsandel	49 %	46 %	46 %	46 %	46 %
Markedets risikopremie e/sk	5,43 %				
Risikofri rente	1,72 %				
Skatt	25,00 %				
Småbedriftspremie	4 %				

Vedlegg 4: Monte Carlo statistikk og forutsetninger

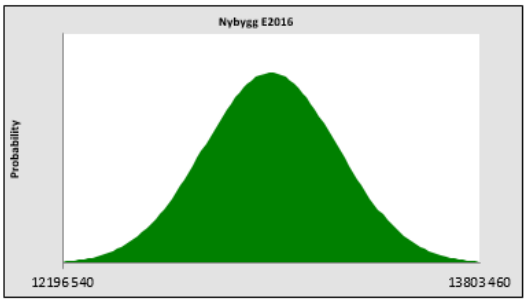
Forecast: Egenkapitalverdi	
Statistic	Forecast values
Trials	15 000
Base Case	kr14 418 202
Mean	kr13 588 972
Median	kr13 283 814
Mode	'---
Standard Deviation	kr6 103 286
Variance	kr37 250 094 380 491
Skewness	0,2626
Kurtosis	3,16
Coeff. of Variation	0,4491
Minimum	(kr9 923 394)
Maximum	kr37 969 659
Mean Std. Error	kr49 833

Assumption: Nybygg E2016

Normal distribution with parameters:

Mean	13 000 000
Std. Dev.	260 000

Selected range is from 10 500 000 to 16 000 000

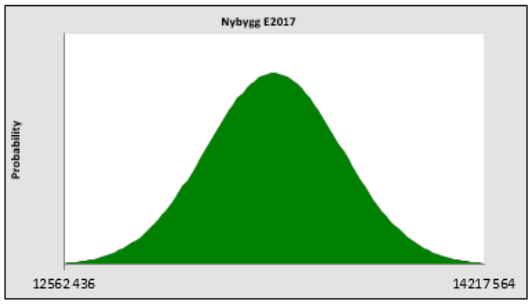


Assumption: Nybygg E2017

Normal distribution with parameters:

Mean	13 390 000
Std. Dev.	267 800

Selected range is from 10 500 000 to 16 000 000

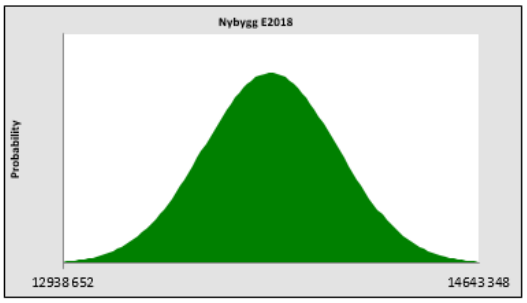


Assumption: Nybygg E2018

Normal distribution with parameters:

Mean	13 791 000
Std. Dev.	275 820

Selected range is from 10 750 000 to 16 000 000

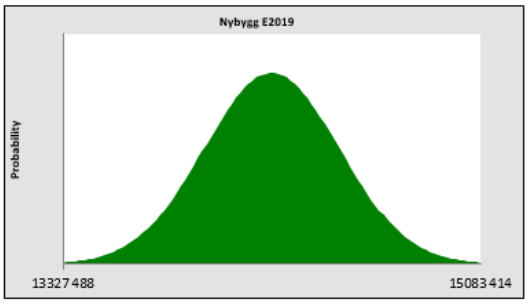


Assumption: Nybygg E2019

Normal distribution with parameters:

Mean	14 205 451
Std. Dev.	284 109

Selected range is from 11 000 000 to 17 000 000

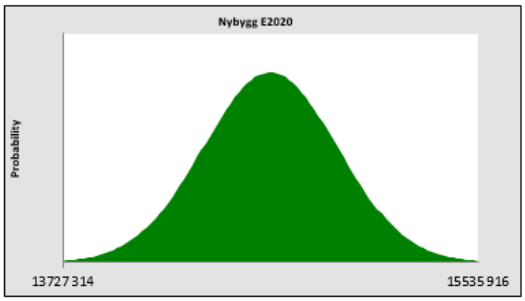


Assumption: Nybygg E2020

Normal distribution with parameters:

Mean	14 631 615
Std. Dev.	292 632

Selected range is from 11 250 000 to 17 000 000

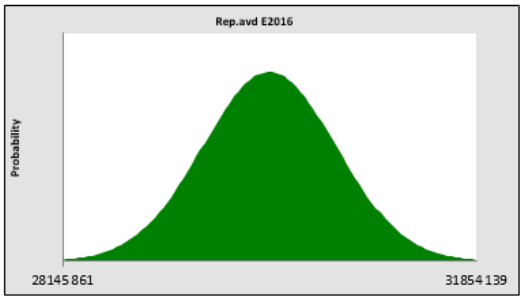


Assumption: Rep.avd E2016

Normal distribution with parameters:

Mean	30 000 000
Std. Dev.	600 000

Selected range is from 25 000 000 to 36 000 000

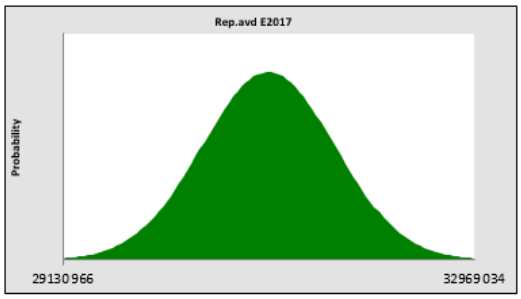


Assumption: Rep.avd E2017

Normal distribution with parameters:

Mean	31 050 000
Std. Dev.	621 000

Selected range is from 25 250 000 to 36 000 000

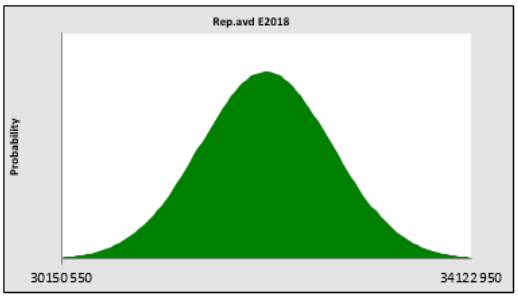


Assumption: Rep.avd E2018

Normal distribution with parameters:

Mean	32 136 750
Std. Dev.	642 735

Selected range is from 26 000 000 to 36 250 000

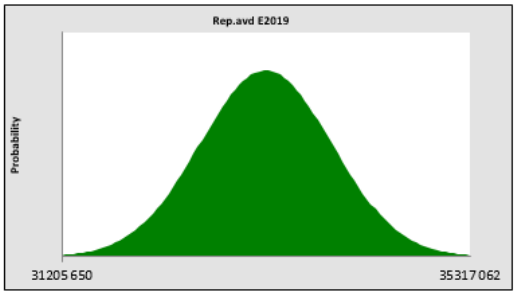


Assumption: Rep.avd E2019

Normal distribution with parameters:

Mean	33 261 356
Std. Dev.	665 227

Selected range is from 26 500 000 to 36 500 000

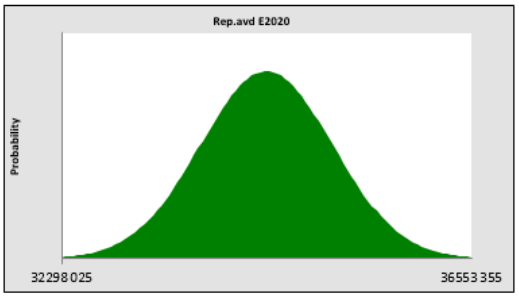


Assumption: Rep.avd E2020

Normal distribution with parameters:

Mean	34 425 690
Std. Dev.	688 513

Selected range is from 27 000 000 to 37 000 000

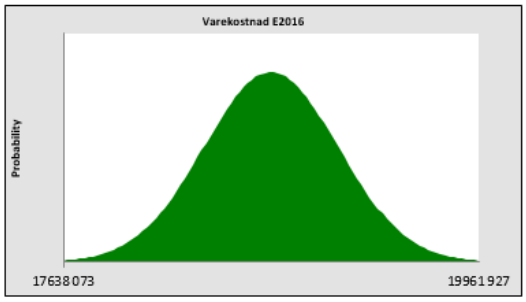


Assumption: Varekostnad E2016

Normal distribution with parameters:

Mean	18 800 000
Std. Dev.	376 000

Selected range is from 15 500 000 to 20 500 000

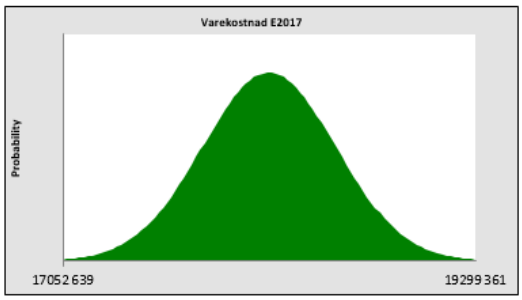


Assumption: Varekostnad E2017

Normal distribution with parameters:

Mean	18 176 000
Std. Dev.	363 520

Selected range is from 15 500 000 to 20 500 000

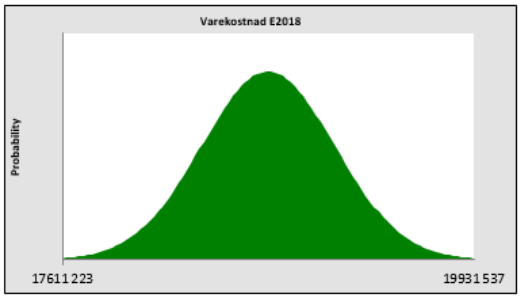


Assumption: Varekostnad E2018

Normal distribution with parameters:

Mean	18 771 380
Std. Dev.	375 427

Selected range is from 16 000 000 to 21 000 000

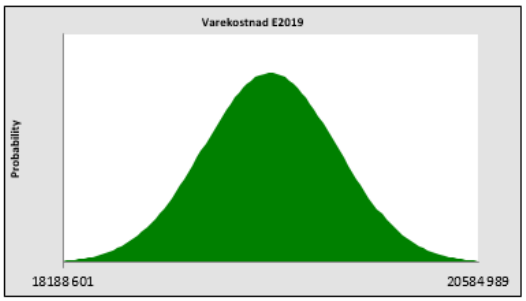


Assumption: Varekostnad E2019

Normal distribution with parameters:

Mean	19 386 795
Std. Dev.	387 736

Selected range is from 16 750 000 to 22 000 000

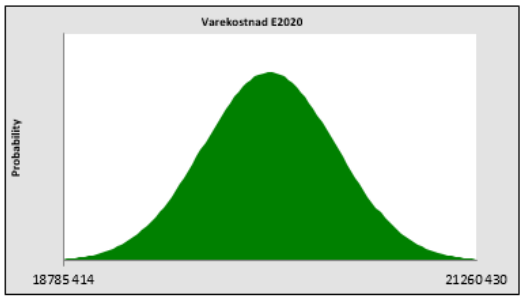


Assumption: Varekostnad E2020

Normal distribution with parameters:

Mean	20 022 922
Std. Dev.	400 458

Selected range is from 17 000 000 to 22 250 000

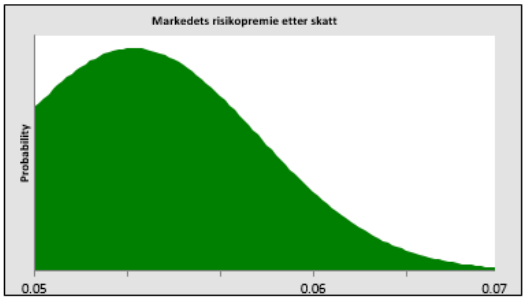


Assumption: Markedets risikopremie etter skatt

Normal distribution with parameters:

Mean	0,05
Std. Dev.	0,01

Selected range is from 0,05 to 0,07

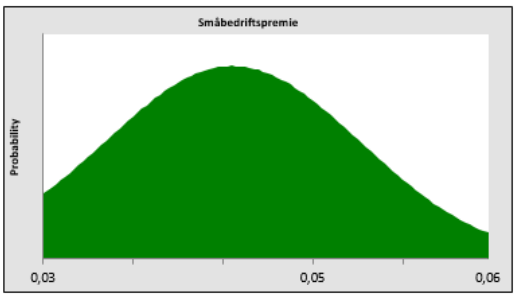


Assumption: Småbedriftspremie

Normal distribution with parameters:

Mean	0,04
Std. Dev.	0,01

Selected range is from 0,03 to 0,06

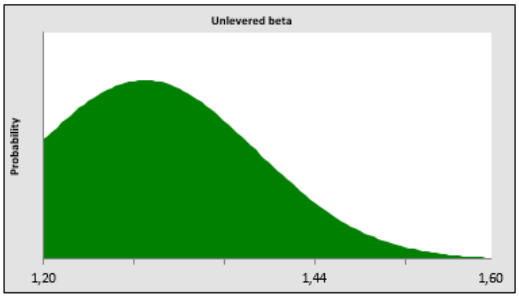


Assumption: Unlevered beta

Normal distribution with parameters:

Mean	1,29
Std. Dev.	0,10

Selected range is from 1,20 to 1,60



Vedlegg 5: FCF^{NDM}

Alle tall i NOK	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
Nybygg	13 000 000	13 390 000	13 791 700	14 205 451	14 631 615	
Rep/Service/Vedlikehold	30 000 000	31 050 000	32 136 750	33 261 536	34 425 690	
Annen driftsinntekt	4 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	
Driftsinntekter	47 000 000	45 440 000	46 928 450	48 466 987	50 057 305	
Varekostnad	18 800 000	18 176 000	18 771 380	19 386 795	20 022 922	
Lønnskostnad	18 000 000	18 720 000	19 468 800	20 247 552	21 057 454	
Driftskostnader	5 640 000	5 452 800	5 631 414	5 816 038	6 006 877	
Sum driftskostnader	42 440 000	42 348 800	43 871 594	45 450 385	47 087 253	
EBITDA	4 560 000	3 091 200	3 056 856	3 016 602	2 970 052	
Avskrivninger	1 880 000	1 930 000	1 980 000	2 030 000	2 080 000	
EBIT	2 680 000	1 161 200	1 076 856	986 602	890 052	
Skattekostnad	670 000	290 300	269 214	246 650	222 513	
NOPAT	2 010 000	870 900	807 642	739 952	667 539	
Avskrivninger	1 880 000	1 930 000	1 980 000	2 030 000	2 080 000	
Endring NOAK	3 782 279	403 755	-385 237	-398 200	-411 602	
Netto KS drift	7 672 279	3 204 655	2 402 405	2 371 752	2 335 937	
Investeringer	-300 000	-150 000	-150 000	-150 000	-150 000	
FCF-NDM	**7 372 279**	**3 054 655**	**2 252 405**	**2 221 752**	**2 185 937**	**23 989 143**

Vedlegg 6: Resultatregnskap og balanseregnskap

Resultatregnskap	2011	2012	2013	2014	2015
Valutakode	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Salgsinntekter	59 167 477	71 126 099	56 765 582	64 470 365	66 227 175
Annen driftsinntekt	1 785 131	11 136	3 264 187	-	4 580 829
Sum driftsinntekter	60 952 608	71 137 235	60 029 769	64 470 365	70 808 004
Beholdningsendringer	11 253 441	1 849 388	-12 779 565	3 643 381	29 523 425
Varekostnader	19 106 424	30 749 883	37 686 798	31 024 767	2 264 170
Lønnskostnader	22 062 983	26 185 198	22 829 663	21 817 728	24 259 490
Avskrivning på driftsmidler og im.eiend.	2 996 616	2 992 446	2 675 394	2 594 350	2 918 986
Nedskriving av varige driftsmidler/im.eiend.	-	-	-	143 000	-
Annen driftskostnad	8 633 505	8 635 637	8 475 111	9 742 717	9 376 385
Sum kostnader	64 052 969	70 412 552	58 887 401	68 965 943	68 342 456
Driftsresultat	-3 100 361	724 683	1 142 368	-4 495 578	2 465 548
Inntekt på investering i datterselskap	-	-	-	-	-
Annen renteinntekt	62 091	3 148	1 603	55 020	50 419
Annen finansinntekt	1 570	62	-	-	-460
Sum finansinntekter	63 661	3 210	1 603	55 020	49 959
Rentekostnad til foretak i samme konsern	-	-	-	225 050	649 200
Annen rentekostnad	869 257	995 389	831 201	520 405	594 102
Annen finanskostnad	8 244	92 902	105 868	33 948	22 144
Sum finanskostnader	877 501	1 088 291	937 069	779 403	1 265 446
Netto finans	-813 840	-1 085 081	-935 466	-724 383	-1 215 487
Ordinært resultat før skattekostnad	-3 914 201	-360 398	206 902	-5 219 961	1 250 061
Skattekostnad på ordinært resultat	-1 090 650	-90 033	118 709	-1 404 043	-134 049
Ordinært resultat etter skattekostnad	-2 823 551	-270 365	88 192	-3 815 916	1 384 109
Skattekostnad på ekstraordinært resultat	-	-	-	-	-
Årsresultat	-2 823 551	-270 365	88 192	-3 815 916	1 384 109
Udekket tap	-	-	-	-3 727 724	-
Avsatt til annen egenkapital	-	-	88 192		1 384 109
Overført fra annen egenkapital	2 823 551	270 455	-	-88 192	-
Sum overføringer og disponeringer	-2 823 551	-270 455	88 192	-3 815 916	1 384 109

Balanse	2011	2012	2013	2014	2015
EIENDELER					
Konsesjoner, patenter o.l	1 784 469	1 164 875	1 025 179	656 589	287 997
Utsatt skattefordel	1 627 166	1 717 199	1 598 490	1 407 913	250 930
Sum immaterielle eiendeler	3 411 635	2 882 074	2 623 669	2 064 502	538 927
Tomter, bygninger o.a. fast eiendom	2 737 965	2 472 211	59 593	27 381	-
Maskiner og anlegg	-	-	-	-	-
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	10 168 716	8 364 989	8 874 373	10 724 386	8 764 833
Sum varige driftsmidler	12 906 681	10 837 200	8 933 966	10 751 767	8 764 833
Lån tilknyttet selskap og felles kontrollert virksomhet	562 906	12 906	-	-	902 000
Investeringer i tilknyttet selskap	202 000	-	-	-	-
Investering i datterselskap	-	-	-	-	-
Andre langsiktige fordringer	-	-	-	-	-
Sum finansielle anleggsmidler	764 906	12 906	-	-	902 000
Sum anleggsmidler	17 083 222	13 732 180	11 557 635	12 816 269	10 205 760
Sum varelager	21 904 369	24 173 405	11 456 112	8 977 407	11 154 625
Kundefordringer	6 013 556	10 042 420	8 035 720	8 819 138	9 392 738
Andre kortsiktige fordringer	3 768 085	4 695 763	3 008 834	7 524 234	6 567 810
Sum fordringer	9 781 641	14 738 183	11 044 554	16 343 372	15 960 548
Bankinnskudd, kontanter o.l	1 564 224	412 633	325 272	717 564	893 966
Sum omløpsmidler	33 250 234	39 324 221	22 825 938	26 038 343	28 009 139
Sum eiendeler	**50 333 456**	**53 056 401**	**34 383 573**	**38 854 612**	**38 214 899**
EGENKAPITAL OG GJELD					
Aksjekapital	5 999 000	5 999 000	5 999 000	5 999 000	5 999 000
Overkurs	784 631	784 631	784 631	784 631	784 631
Annen innskutt egenkapital	1 006 632	465 537	465 537	1 049 193	4 922 290
Sum innskutt egenkapital	7 790 263	7 249 168	7 249 168	7 832 824	11 705 921
Annen egenkapital	-270 640	-	88 192	-	1 384 109
Sum opptjent egenkapital	-270 640	-	88 192	-	1 384 109
Sum egenkapital	7 519 623	7 249 168	7 337 360	7 832 824	13 090 030
GJELD					
Utsatt skatt	-	-	-	-	-
Andre avsetninger for forpliktelser	367 099	164 819	65 234	14 021	-
Sum avsetning for forpliktelser	367 099	164 819	65 234	14 021	-
Gjeld til kredittinstitusjoner	6 551 162	4 965 148	3 525 384	5 107 142	4 321 426
Øvring langsiktig gjeld	-	3 500 000	7 345 267	8 184 134	1 997 610
Sum annen langsiktig gjeld	6 551 162	8 465 148	10 870 651	13 291 276	6 319 036
Sum langsiktig gjeld	6 918 261	8 629 967	10 935 885	13 305 297	6 319 036
Gjeld til kredittinstitusjoner	2 507 145	4 367 213	2 352 779	858 335	3 336 585
Leverandørgjeld	8 416 413	6 339 713	7 995 441	10 165 163	8 426 401
Skyldig offentlige avgifter	1 539 936	1 339 942	1 328 499	1 660 782	2 742 083
Annen kortsiktig gjeld	23 432 079	25 130 398	4 433 609	5 032 209	4 300 765
Sum kortsiktig gjeld	35 895 573	37 177 266	16 110 328	17 716 489	18 805 834
Sum gjeld	42 813 834	45 807 233	27 046 213	31 021 786	25 124 870
Sum egenkapital og gjeld	**50 333 457**	**53 056 401**	**34 383 573**	**38 854 610**	**38 214 900**