



UNIVERSITETET I
NORDLAND

Bacheloroppgave

EK208E Bacheloroppgave i Regnskap og økonomistyring

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Anders Ødegård

Stig Berntsen

Bodø, 2014



Abstract

For over a hundred years, Skretting has been in the business of dry feed, especially thriving in fish feed that has been their only focus since the 1970s. They've been a part of the significant market growth since day one, and have established a solid position as one of the leading global fish feed providers. The industry is still evolving continuously, due to the increasing demand of food, which relates to the growth of the global population. Today Skretting is facing a challenge. They're main customer, Marine Harvest, has decided to build their own fish feed plant, which will be ready to operate in 2014. This will result in Marine Harvest providing a large part of their own needs for fish feed themselves and therefor a decrease in the volume they previously would acquire from Skretting.

The purpose of our thesis is to reveal to which extent Skretting is exposed to financial risk. With this we want to look at the exposure related to the different types of financial risk as well as getting a comprehensive picture of the companies risk situation. We also want to devote attention to examine how the loss of the sales volume related to Marine Harvest will affect Skretting. To achieve this, we like to learn how Skretting identifies and manages these risks, mainly by looking at if or how they hedge the risks.

Our findings reveal that Skretting is focused on minimizing all financial risk. Due to the low profit margins they operate with, their appetite for risk is close to zero. They strive to eliminate all kinds of financial risk with a "full-cover" hedging strategy. They identify their main financial risks to be exchange-, commodity- and credit risk. The exposure to interest- and liquidity risk is almost as absent due to the financial backing of their parent company.

Forord

Bacheloroppgaven er skrevet med bakgrunn i pensum om risikostyring fra profileringsfaget ”Regnskap og Økonomistyring” ved Handelshøgskolen i Bodø. Oppgaven utgjør 15 studiepoeng og er et avsluttende ledd i bachelorstudiet; Økonomi og Ledelse.

Vi ønsker å vie oppmerksomhet til de som har vært med å bidratt i denne prosessen.

Vi vil uttrykke en stor takk til Skretting AS og da spesielt Thomas Kvalevåg for en fremragende imøtekommenhet og velvilje til å bidra slik at denne oppgaven har vært mulig å gjennomføre. Vi vil også takke Håvard Walde ved Skretting AS for at han tok seg tid til å stille opp.

I tillegg ønske vi å benytte anledningen til å takke vår veileder Daniel Henriksen for veiledningen han har gitt oss gjennom denne oppgaven.

Handelshøgskolen i Bodø 22. mai 2014


Stig Berntsen


Anders Ødegård

Sammendrag

Temaet for denne oppgaven er risikostyring hvor vi har valgt å fokusere på finansielle risikofaktorer. I oppgaven skal vi knytte dette temaet opp mot fiskefôrprodusenten Skretting. Formålet med oppgaven er å belyse hvilke risikofaktorer som påvirker Skretting og hvordan de håndterer disse. I tillegg ønsker vi å undersøke en spesifikk markedsrisiko Skretting står ovenfor. Deres største kunde, Marine Harvest, vil i år dekke store deler av sitt eget fôrbehov ved å starte sin egen fôrfabrikk. Vi ønsker å avdekke i hvilken grad dette vil påvirke Skretting.

For å hjelpe oss å svare på problemstillingen har vi benyttet oss av regnskapsinformasjon fra Skretting AS og Nutreco N.V. i form av årsrapporter fra de siste årene. Vi har også gjennomført et dybdeintervju med en informant som jobber ved økonomiavdelingen til Skretting, samt et oppfølgingsintervju med økonomidirektøren. I undersøkelsen av påvirkningen Marine Harvest vil ha på Skretting har vi benyttet en analyse av den fremtidige markedsituasjonen i fôrbransjen.

Av undersøkelsen vi har gjennomført finner vi at Skretting har en lav risikoappetitt. De opererer i en lavmarginsbransje og må derfor flytte store volum for å tjene penger. Dette reflekteres i bruken av finansielle sikringsinstrumenter som de anvender for å eliminere all finansiell risiko. De kjøper store kvantum råvarer i valuta og selger fôr på kreditt. Vi ser derfor av undersøkelsen at de viktigste finansielle risikofaktorene for Skretting er valuta-, råvare- og kredittrisiko.

I analysen av den spesifikke markedsrisikoen angående Marine Harvest ser vi hovedsakelig på hvordan fôrbransjen i Norge ser ut i dag. Vi undersøker hvordan denne bransjen vil kunne utvikle seg med fokus på konkurranseforholdet mellom aktørene. Våre funn angående dette er at situasjonen ikke var like alvorlig som vi først antok. Men vi ser at utviklingen videre kan bære nye og større utfordringer.

Innholdsfortegnelse

Abstract.....	i
Forord.....	ii
Sammendrag	iii
Innholdsfortegnelse.....	iv
Oversikt over figurer.....	vii
Forkortelsen brukt i oppgaven	viii
Oversikt over vedlegg.....	ix
1.0 Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn.....	1
1.2 Formål	2
1.3 Problemstillingen	2
1.4 Oppbygningen.....	3
1.5 Avgrensning.....	3
1.6 Skretting AS.....	3
2.0 Teori.....	5
2.1 Innledning	5
2.2 Helhetlig risikostyring	5
2.2.1 Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk.....	6
2.3 Identifisering og vurdering av risiko.....	9
2.3.1 Identifisering av hendelser.....	9
2.3.2 Risikovurdering.....	10
2.4 Finansielle risikofaktorer	11
2.4.1 Markedsrisiko	11
2.4.2 Kredittrisiko og Likviditetsrisiko.....	16
2.5 Håndtering av risiko.....	17
2.5.1 Hvorfor risikostyring?.....	17
2.5.2 Risikohåndtering ifølge COSO	18
2.5.3 Sikringsinstrumenter	19

Finansiell risikostyring i Skretting AS

2.6 Derivater; mer enn bare transaksjoner	22
2.7 Håndtering av finansielle risikofaktorer	24
2.7.1 Markedsrisiko	24
2.7.2 Kredittrisiko	26
2.7.3 Likviditetsrisiko	27
2.8 Oppsummering	27
3.0 Metode	28
3.1 Samfunnsvitenskapelig metode	28
3.2 Kvalitativ og kvantitativ metode	29
3.3 Forskningsprosessen	29
3.4 Metodevalg	31
3.5 Forskningsdesign	31
3.6 Dybdeintervju	32
3.7 Kvaliteten på undersøkelsen	33
3.8 Oppgavens datamateriale	35
4.0 Resultat	36
4.1 Finansielle risikofaktorer	36
4.1.1 Spesifikk Markedsrisiko	36
4.1.2 Generell Markedsrisiko	39
4.1.3 Kredittrisiko	41
4.1.4 Likviditetsrisiko	42
4.1.5 Derivater	43

5.0 Analyse	44
5.1 Generelt.....	44
5.2 Sikringsmotivasjon	47
5.2.1 Spesifikk Markedsrisiko	47
5.2.2 Generell Markedsrisiko.....	54
5.2.3 Kredittrisiko	61
5.2.4 Likviditetsrisiko	64
5.3 Risikostyring i Skretting sammenliknet med COSO rammeverket	65
6.0 Konklusjon	68
Kildehenvisning	71
Vedlegg 1: E-post invitasjon.....	76
Vedlegg 2: E-post, sentrale risikofaktorer for fôrbransjen	77
Vedlegg 3: Intervjuguide	79
Vedlegg 4: Transkribert intervju.....	81
Vedlegg 5: E-post, oppfølgingspunkter fra intervju	91
Vedlegg 6: Transkribert intervju.....	92
Vedlegg 7: Markedsanalyse av Rabobank International	98

Oversikt over figurer

Figur 2.1: COSO kuben

Figur 2.2: Pris på soyamel

Figur 2.3: Sammenheng mellom avkastning og risikotilnærming

Figur 5.1: Rapsoljepris de siste 10 årene

Figur 5.2: Rapsoljepris de siste 12 månedene

Figur 5.3: Laksepris de siste 5 årene

Forkortelsen brukt i oppgaven

ARC	Aquaculture Research Centre AS
EUR	Den europeiske unions myntenhet
FAO	Food and Agriculture Organization of the United Nations
FOU	Forskning og utdanning
HRS	Helhetlig risikostyring
MHG	Marine Harvest ASA
NIRF	Norges Interne Revisors Forening
NOK	Norsk krone
USD	Amerikansk Dollar

Oversikt over vedlegg

Vedlegg 1: E-post invitasjon

Vedlegg 2: E-post, sentrale risikofaktorer for fôrbransjen

Vedlegg 3: Intervjuguide

Vedlegg 4: Transkribert intervju (Thomas Kvalevåg)

Vedlegg 5: E-post, oppfølgingspunkter fra intervju

Vedlegg 6: Transkribert intervju (Håvard Walde)

Vedlegg 7: Markedsanalyse av Rabobank International

1.0 Innledning

1.1 Bakgrunn

Da vi begynte å lete etter ideer til denne oppgaven var vi bestemt på å finne et tema som interesserte oss. Tanken var at det ville bli en givende og inspirerende oppgave å jobbe med. Vi fant fort ut at vi ville jobbe med finansiell risikostyring. Dette var noe vi begge hadde fått en interesse for i profileringsfaget ”regnskap og økonomistyring” i sammenheng med bachelorgraden ved Handelshøgskolen i Bodø. Det vi fant interessant med finansiell risikostyring var navigeringen gjennom de mange aspektene av det volatile verdensmarkedet og at en mestring av dette ville kunne gi konkurransemessige fortrinn med tanke på markedet man operer i.

Vi valgte å ta for oss en fiskefôrprodusent; Skretting AS som bedrift, dette var det flere grunner til. Vi var begge enig om at fiskerinæringen i Norge var noe vi kunne tenke oss å lære mer om. Vi hadde allerede kjennskap til bedriften gjennom sommervikariering. Denne bransjen er en lavmarginsbransje, som medfører at det omsettes enorme mengder varere og det gjøres store transaksjoner på kryss og tvers av landegrenser. Dette gir både utfordringer samt medfører risiko for bedriften som vi fant veldig interessant. Men det som virkelig fikk interessen for Skretting var at en av deres største kunder, Marine Harvest, var i gang med å etablere seg i fôrproduksjon. Marine Harvest har et fôrbehov på en halv million tonn og Skrettings årlige produksjon er på 750 tusen tonn, så det vil være interessant å undersøke hvilken risiko dette medfører for Skretting.

Selv om vi har samarbeidet med Skretting vil vi poengtere at vi skriver denne oppgaven som en ekstern aktør, og ikke på oppdrag for Skretting.

1.2 Formål

Formålet med oppgaven er å se på de finansielle risikofaktorene for Skretting AS. Vi vil spesielt fokusere på markedsrisikoen som er tilknyttet Marine Harvest, kredittrisiko, valutarisiko og råvarerisiko. Vi vil også prøve å danne en oversikt over hvordan finansielle risikofaktorer blir identifisert, vurdert og håndtert i Skretting. Grunnen til at vi setter hovedfokus på enkelte typer risiko er fordi vi ser at ikke alle faktorene er relevant for bransjen og bedriften vi undersøker.

1.3 Problemstillingen

Vår hovedproblemstilling lyder som følger:

I hvilken grad er Skretting AS eksponert for finansielle risikofaktorer, spesielt med hensyn på markedsrisiko, og hvordan blir disse eventuelt håndtert?

Vi velger å spisse hovedproblemstillingen med følgende underproblemstillinger:

- 1) *Hvilke finansielle risikofaktorer anser selskapet som de mest kritiske for sin risikoeksponering?*
- 2) *Hvordan håndteres de disse finansielle risikofaktorene?*
- 3) *Hva er virksomhetens motivasjonen for å sikre, eller ikke sikre, de identifiserte risikofaktorene?*
- 4) *Finnes det likhetstrekk mellom Skrettings tilnærming til risikostyring og COSO rammeverket?*
- 5) *Hvilke konsekvenser vil det ha for Skretting, da deres største kunde begynner å produsere fôr selv?*

1.4 Oppbygningen

Vi har delt denne oppgaven i seks hovedkapitler med underkapitler. Oppgaven har en logisk oppbygning, med innledning, teori, metode, resultat, analyse og konklusjon. I teorikapitlet presenteres relevant teori innenfor risikostyring. Teorien vil gjøre rede for et anerkjent rammeverk for risikostyring og definerer sentrale begreper innenfor finansiell risikostyring. Dette vil være fundamentet for funnene vi skal analysere og presentere senere i oppgaven vår. Metodekapitlet beskriver hva metodelære er, forskningsprosessen og hvilke valg som er gjort underveis. Dette gir oppgaven en riktig oppbygning i forskningsøyemed. Vi har benyttet oss av å samle inn data ved intervju og tilgjengelig regnskapsinformasjon. Disse funnene og resultatene som er samlet inn presenterer vi i kapittel 4. Resultatene legger grunnlag for anvendelsen eller drøfting og analysen videre i det etterfølgende kapitlet. I siste kapitlet vil vi, så langt det lar seg gjøre, besvare problemstillingen og oppgavens grunnleggende opprinnelse.

1.5 Avgrensning

I denne oppgave har vi begrenset tid og ressurser, derfor må vi avgrense oppgaven. Temaet vi har valgt å undersøke er av stort omfang og komplekst i sin helhet. Dette vil vi løse ved at vi ikke ser nærmere på alle risikofaktorene Skretting er eksponert for, men fokuserer på finansiell risiko. Vi vil spesielt se på de finansielle konsekvensene Skretting eksponeres for ved Marine Harvests inntreden som fôrprodusent. Ved å avgrense emnet vil det gi oss gode forutsetninger får å gjennomføre en grundig analyse innenfor de valgt rammene.

1.6 Skretting AS

I 1899 ble Stavanger Landbrugsforretning etablert, en liten gründervirksomhet fra Stavanger skulle vise seg og bli en verdensledende fiskefôrprodusent. Torgeir Skretting ble i 1913 tatt inn som kompanjong i landbruksforretningen (Skretting).

Tre år etter Torgeir Skretting ble tatt inn som kompanjong tar han over hele landbruksforretningen og endre navnet på firmaet til T. Skretting. Selskapet blir aksjeselskap i 1950. Frem til nå drev selskapet primært med redskaper, maskiner, gjødsel og tørrfôr til landbruk (Skretting).

Finansiell risikostyring i Skretting AS

I 1960 begynner T. Skretting med forsøk på tørrfôr til regnbueørret, de brukte trekasser som ble satt i sjøen. Tre år etter forsøkene med trekasser lanserer de fiskefôr for første gang på markedet, de starter med 10 beskjedene tonn. Tidlig på 70-tallet starter et forsøksanlegg med fiskeoppdrett på Holmane i Sirevåg, T. Skretting selger fôr til disse anleggene.

I 1975 kommer det første tørrfôret til laks på markedet, dette skulle komme til å bli Skrettings største inntektskilde i fremtiden, fôret ble utviklet ved forsøksanlegget på Holmane (Skretting).

I 1980 starter samtalen med Trouwgruppen i BP om et samarbeid, de ender opp med å kjøpe 50% av T. Skretting ett år senere for 20 millioner kroner, de resterende aksjene eies av Skretting-familien. I 1988 går Torgeir Skretting av som administrerende direktør, han er tredje generasjons Skretting og dette blir første gang en fra "utsiden" tar over. I 1990 selger Skretting-familien seg ut av selskapet og BP sitter med alle aksjene. Fire år etter BP kjøpte opp hele selskapet, selger de sin nutrition-avdeling. Skretting er et av selskapene som ligger under denne avdelingen. De nye eierne av nutrition-avdelingen danner selskapet Nutreco (Skretting).

I 1997 børsnoteres Nutreco i Holland. De fortsetter å kjøpe opp flere fôrproduksjonsselskaper og erobre markedsandeler i bransjen. Nutreco sitter nå med mange forskjellige fôrproduksjonsselskaper, men i 2003 samlet de alle selskapene under ett og samme navn, Skretting (Skretting).

I 2007 tar Skretting produksjon av laksefôr til nye høyder. De slår alle rekorder å produserer hele 1 millioner tonn på 11 måneder og de norske fabrikkene stod for nesten halvparten av denne produksjonen. I dag har Skretting 3500 ansatte globalt med en produksjon på 1.8 millioner tonn årlig og en omsetning på 2 milliarder Euro. De produserer i dag fôr til over 60 arter oppdrettsfisk og reker (Skretting).

I dag har Skretting tre fabrikker i Norge som står for en produksjon på 622.000 tonn, disse fabrikkene er plassert på Stokmarknes, Averøy og Stavanger og har til sammen rundt 300 ansatte (Skretting).

2.0 Teori

2.1 Innledning

Ordet risiko har sitt utspring fra fransk og italiensk og oppstod i midten av 1700-tallet. Fra italiensk har vi ordene *risco* som betyr ”fare” og *rischiare* som betyr ”møte på fare” (Oxford dictionaries). Enhver virksomhet risikerer å ”møte på farer”. Hvor stort omfanget vil være eller i hvor stor grad virksomheter blir eksponert vil variere ut ifra en rekke forhold. Som vi skriver i kapittel 1.5 må vi avgrense omfanget på oppgaven og fokuserer derfor ikke på alle typer risiko Skretting står ovenfor, men skal undersøke finansiell risiko. Forhold som kan påvirke finansielle risikoer en virksomhet blir eksponert for, kan eksempelvis være valutasingninger eller svingninger i råvarepriser. I dette kapitlet skal vi gjøre rede for en del teori som kan være til hjelp for å fange opp og håndtere slike faktorer for virksomheter.

Vi gjør rede for ”Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk” (HRS) i kapittel 2.2. Vi velger å gjøre rede for rammeverket da mye av innholdet er sentralt for vår problemstilling. Vi mener det gir oppgavens emner en kontekst ved å forklare helhetlig risikostyring og vil derfor være et godt utgangspunkt for å gå nærmere inn på det som er sentralt for oppgaven.

I kapittel 2.3 skal vi redegjøre for hvordan risiko blir identifisert og vurdert. I tillegg skal vi se på ulike typer finansiell risiko. I kapittel 2.4 redegjør vi for COSOs betraktning av hvordan en virksomhet bør håndtere risiko og ulike verktøy som brukes i tråd med finansiell risikostyring. Vi vil også se på bruk av finansielle verktøy fra en annen vinkel. Dette gjør vi i kapittel 2.5 og i siste kapittel knytter vi teorien sammen for å se hvordan de finansielle verktøyene kan anvendes for å håndtere de respektive risikoene.

2.2 Helhetlig risikostyring

I enhver organisasjon vil det være risiko. Denne risikoen er forbundet med usikkerhet som kan bringe positive eller negative konsekvenser. Helhetlig risikostyring har til hensikt å håndtere usikkerhet for å skape, eller bevare verdier i organisasjonen. Ved å kartlegge faktorer som spiller inn for usikkerhet, vil ledelsen kunne ta presise beslutninger for å håndtere risiko og utnytte muligheter. Når det tas beslutninger for risikobærende elementer må dette være i samsvar med organisasjonens risikoappetitt. Imidlertid har det vist seg at virksomheters ansvar for internkontroll har sviktet (NIRF, 2004/2005). Arne Selvik skriver:

”Eierstyring og selskapsledelse, eller corporate governance som det også ofte kalles i den norske debatten, har fått økt oppmerksomhet de siste årene. Store tap, direkte kriminalitet, mistanke om korrupsjon og prissamarbeid har ført til en grunnleggende gjennomgang av styringsstrukturer og regelverk i mange land. Først og fremst var det USA som ble rystet gjennom Enron-skandalen, tett fulgt av Tyco og WorldCom” (Selvik, A. 01/2004)

Slike skandaler har førte til at kravene til virksomhetens internkontroll har blitt strengere. Anerkjente internkontrollrammeverk må benyttes for å sikre selskapsrapporteringen. Vi har nedenfor gjort rede for COSO – rammeverket som har fått en sterk posisjon og blir hyppig brukt for å imøtekomme disse kravene.

2.2.1 Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk

”Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk” utarbeidet av The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), definerer helhetlig risikostyring slik:

”Helhetlig risikostyring er en prosess, gjennomført av virksomhetens styre, ledelse og ansatte, anvendt i fastsettelse av strategi og på tvers av virksomheten, utformet for å identifisere potensielle hendelser som kan påvirke virksomheten, og håndtere risiko slik at den er i samsvar med virksomhetens risikoappetitt, for å gi rimelig grad av sikkerhet for virksomhetens måloppnåelse” (NIRF, 2004/2005:16)

Figur 2.1 nedenfor viser rammeverket som en kube delt inn i tre dimensjoner; målsetninger, nivåene i virksomheten og komponentene.

Den første dimensjonen utgjør bedriftens målsettinger på forskjellige plan. Disse er strategiske, drifts-, rapporterings-og etterlevelsesrelaterte målsettinger. En kan se arbeidet med målsettinger som et verktøy – med den hensikt å finne en måte å anvende ressursene som er til rådighet for å skape mest mulig verdier for bedriften. Den samme hensikten har helhetlig risikostyring, nettopp å håndtere den usikkerheten man møter for å nå disse målene. Altså har risikostyring og målsettinger samme hensikt, men fra forskjellige innfallsvinkler. Det betyr imidlertid at dette bør samsvare og harmonere med hverandre.

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Den neste dimensjonen av kuben illustrerer nødvendigheten av at helhetlig risikostyring må omfatte hele organisasjonen; virksomhetsnivå, avdeling, forretningsenhet og datterselskap. Hensikten er at man skal kunne fange opp mest mulig usikkerhet eller potensielle overraskelser og tap. På denne måten vil virksomheten kunne øke eller bevare verdier på en best mulig måte.

Den tredje og siste dimensjonen utgjør komponentene. Komponentene beskriver en trinnvis prosess som skal representere bedriftens risikostyring:

- *Internt miljø*
- *Etablering av målsettinger*
- *Identifisering av hendelser*
- *Risikovurdering*
- *Risikohåndtering*
- *Kontrollaktiviteter*
- *Informasjon og kommunikasjon*
- *Oppfølging*



Figur 2.1: COSO-kuben

Internt miljø omfatter kulturen i organisasjonen og holdning til risiko. Internt miljø kan sees som en plattform som danner organisasjonens filosofi for risikohåndtering, og dermed ett grunnlag for de øvrige komponentene i helhetlig risikostyring. Filosofien kan forklares som hvilke ideer eller tanker hver og en har i organisasjonen. Dette gjenspeiles på tvers av organisasjonen om det er av strategiske valg fra ledelsen eller daglige aktiviteter fra den operative kjerne. Utgangspunktet for virksomhetens filosofi og holdning til risiko vurderes ved fastsettelsen av strategi, hvor ledelsen uttrykker virksomhetens risikoappetitt.

I forlengelsen av dette sier COSO følgende:

”Effektiviteten i den helhetlige risikostyringen blir aldri bedre enn integriteten og de etiske verdiene til de som skaper, administrerer og følger opp virksomhetens aktiviteter.” (NIRF, 2004/2005:29)

Ledelsen *etablerer overordnede målsettinger* som vil ha forankring i forretningsideen og organisasjonens visjon, på et strategisk nivå. Dette danner et grunnlag for å etablere målsettinger for drift, rapportering og etterlevelse. Etablering av målsettinger gir retning for hva virksomheten ønsker å oppnå. På den måten vil målsetningene reflektere virksomhetens holdning til risiko, da ambisiøse mål ofte bærer en høyere risiko. Målsettinger gir på den måten forutsetningene for å kunne identifisere hvilke hendelser man står ovenfor.

Arbeidet med *identifisering av hendelser* er med hensikt i å finne ut om de bærer muligheter med positive virkninger, eller kan ramme organisasjonen på en negativ måte. Dersom hendelsene innehar positive virkninger, går man tilbake til fastsettelsen av strategi og målsettinger for å implementere disse. Dersom hendelsen medfører negative virkninger, må dette håndteres ytterligere for å vurdere nytte/kost og om de harmonerer med virksomhetens risikoappetitt.

Ledelsens *vurderer* hendelsene som bærer risiko ut ifra sannsynlighet og konsekvenser. Det må vurderes hvor sannsynlig det er for at hendelsen skal inntreffe og omfanget av konsekvensene. Med innsikt i dette har en dannet seg ett grunnlag for å vurdere hvor mye oppmerksomhet virksomheten skal vie risikoen.

Når risikoene er identifisert og vurdert, er det opp til ledelsen og finne ut hvordan de på best mulig måte kan *håndtere risikoen*. Imidlertid er det hele tiden med et fokus på virksomhetens risikoappetitt og på den måten vil dette være forankret i strategi. Risikohåndteringen deles inn i fire kategorier og vil bli nærmere forklart i kapittel 2.4. Når de aktuelle risikoene er håndtert gjenstår det å kvalitetssikre prosessen.

Kontrollaktivitetene impliserer to oppgaver. Denne prosessen kontrollerer at risikohåndteringen blir gjennomført på en hensiktsmessig måte etter retningslinjer og rutiner utarbeidet av ledelsen. Samtidig utgjør dermed kontrollaktivitetene selve risikohåndteringen.

Informasjon og kommunikasjon gir forutsetninger for en vellykket helhetlig risikostyring, samt smidighet og effektivitet. Deling av informasjon på kryss av virksomheten er avgjørende for å fange opp og uttrykke risikoområder. Informasjon og kommunikasjon har forskjellige former og bør kombineres for å dekke organisasjonens behov. Informasjon kan presenteres gjennom kvalitative- og kvantitativ- data og innhentes både internt i bedriften eller fra eksterne aktører. Informasjonen er med på å kvalitetssikre evalueringene knyttet til risiko. Informasjonssystemer kan være nyttig til å behandle mengder av kvantitativ data, samt benyttes som en effektiv kommunikasjonskanal.

Siste komponent i COSO rapporten er *oppfølging* av helhetlig risikostyring, med hensyn på en kontinuerlig utvikling og forbedring gjennom å kontrollere aktivitetene over tid, og rapportere.

Vi ser det ikke nødvendig for oppgaven sin del å gå dypere i COSO rapporten enn hva vi har redegjort for ovenfor, men vil se nærmere på komponentene *identifisering av hendelser*, *risikovurdering og håndtering av risiko* da disse er relevante for å kunne se risikostyring i Skretting i en helhetlig kontekst.

2.3 Identifisering og vurdering av risiko

2.3.1 Identifisering av hendelser

I kapittel 2.2 skriver vi at ved å kartlegge faktorer som spiller inn for usikkerhet, vil dette hjelpe ledelsen å kunne ta presise beslutninger for å håndterer risiko og utnytte muligheter. Når ledelsen utfører arbeidet med å identifisere hendelser dreier det seg om å se på begivenheter som kan oppstå med utspring fra interne- eller eksterne faktorer. Disse faktorene kan gi opphav til risiko som bærer negative konsekvenser eller muligheter for virksomheten.

Det er mer relevant å gjøre rede for de risikoene som bærer usikkerhet for negative konsekvenser. Dette da utgangspunkt for oppgaven er å se på hvilke risikoer med potensielle negative virkninger Skretting AS er eksponert for. Derfor referer vi til dette når vi snakker om risiko i fortsettelsen av oppgaven.

COSO rapporten foreslår følgende eksempler på eksterne- og interne faktorene:

Eksterne faktorer:

- Økonomiske
- Naturlige/miljømessige
- Politiske
- Sosiale
- Teknologiske

Interne faktorer:

- Infrastruktur
- Medarbeidere
- Prosess
- Teknologiske

Hendelser med utspring fra de overnevnte faktorene vil ha innvirkning for måloppnåelse. Eksempler på de eksterne faktorene kan være klima, som temperatur i havet, myndighetenes regulering av konsesjonsfordelinger eller valutasvingninger. Virksomheten kan ikke påvirke de eksterne faktorene, men de medfører likevel en hendelse som virksomheten må forholde seg til på en best mulig måte. Eksempler på interne faktorer kan være stopp i produksjon og personellressurser. Interne faktorene kan virksomheten påvirke. Dersom disse faktorene er opphavet til en negativ hendelse vil dette påvirke verdier i organisasjonen negativt. Derfor er det sentralt for ledelsen og analysere eksterne og interne faktorer i prosessen med å identifisere hendelser.

2.3.2 Risikovurdering

Ovenfor redegjorde vi for identifisering av hendelser. Når en har oversikt over de identifiserte hendelsene, må disse vurderes. I COSO er to begreper essensielle innenfor denne vurderingsprosessen; hvor *sannsynlig* er det at hendelsen inntreffer og hvor stor *konsekvens* vil den få med hensyn til måloppnåelsen? COSO rapporten skiller mellom iboende- og gjenværende risiko. Iboende risiko reflekterer den usikkerheten eller de negative virkningene som en hendelse innehar før det iverksettes noen tiltak. Gjenværende risiko er følgelig vurderingen av hvor omfattende konsekvensene av en hendelse vil være etter tiltak er iverksatt. Dersom ledelsen vurderer en risiko til ikke å være i samsvar med virksomhetens risikoappetitt iverksettes det tiltak. Ledelsen ønsker å redusere omfanget av konsekvensene slik at de er innenfor graden av risiko de er villig til å ta for å oppnå målsettingen. Tiltakene ledelsen kan iverksette kommer vi tilbake til i kapittel 2.5, *håndtering av risiko*.

Å vurdere hendelsene etter *sannsynlighet* og *konsekvens* vil kunne hjelpe ledelsen å prioritere hvilke hendelse de skal disponere ressurser til. Dette er nødvendig da alle virksomheter vil ha en begrenset kapasitet på ressurser og må ta avgjørelser for hva en skal prioritere. For eksempel vil en stopp i produksjon for Skretting kunne ha store konsekvenser, avhengig av hvor langvarig en stopp vil vare. Ledelsen ser på tilstanden på produksjonsanlegget og vurderer sannsynligheten for en langvarig stopp. Om sannsynligheten for en slik hendelse blir vurdert som høy, vil det bli disponert ressurser for å redusere denne risikoen ved at det for eksempel innarbeides strengere rutiner for vedlikehold.

Risikofaktorene bør også sees gjennom et tidsperspektiv. Samsvarer fokuseringen på de forskjellige risikofaktorene med strategien og måloppnåelsen? Om selskapet har langsiktige strategier og mål vil det være naturlig å fokusere på de langsiktige risikofaktorene. Videre i kapitlet ser vi nærmere på ulike typer risiko som har relevans til det vi skal undersøke.

2.4 Finansielle risikofaktorer

2.4.1 Markedsrisiko

Endringer i et marked som kan føre til økonomiske tap for en virksomhet kan defineres som markedsrisiko (BIS, 2003). Vi kan dele markedsrisiko i to deler; *generell* og *spesifikk*. I dette kapitlet vil vi stort sett fokusere på generell markedsrisiko. Eksempler på generell markedsrisiko kan være endringer i finansielle markeder som råvare-, rente- og valutamarkedet. For å identifisere, vurdere og håndtere risiko forbundet med slike markeder vil det kunne benyttes ulike verktøy. De verktøyene vi ser det hensiktsmessig å anvende vil bli presentert i fortsettelsen av kapitlet. Disse vil vi gjøre rede for videre i kapitlet. Om en virksomhet vil bli påvirket av en slik risiko avgjøres av om den har eiendeler eller forpliktelser forbundet med slike finansielle markeder. Dette vil inkludere stort sett alle som driver en form for virksomhet. Spesifikk markedsrisiko vil være de typer risiko som ikke går under de generelle markedene. Eksempler på spesifikk markedsrisiko kan være at nye konkurrenter gjør sin inntreden i markedet man opererer i, politiske begivenheter eller endringer i kredittverdighet (NBIM, 1999). Marine Harvest ASA sin inntreden i fôrmarkedet vil være en spesifikk markedsrisiko for Skretting AS og vi vil komme tilbake til denne

spesifikke markedsrisikoen i kapittel 5 hvor vi vil se på hvilket omfang denne hendelsen har i forhold til Skretting.

I COSO-rapporten under *identifisering av hendelser* kommer de inn på hendelser med utspring i eksterne faktorer:

«(...) relaterte hendelser kan være prisendringer, tilgang på kapital eller en lavere terskel for konkurrenters inntreden, noe som resulterer i høyere eller lavere kapitalkostnad og nye konkurrenter» (NIRF, 2004/2005:42)

Sitatet ovenfor dekker både generelle og spesifikke markedsrisikoer og samsvarer godt med det vi skal undersøke i denne oppgaven. Vi undersøker en bransje som i stor grad blir utsatt for prissvingninger på råvaremarkedet, handler i utenlandsk valuta og har en ny konkurrent som snart gjør sin inntreden. Vi vil videre gjøre rede for tre typer generelle markedsrisikoer; valutarisiko, råvarerisiko og renterisiko.

Valutarisiko

Valutarisiko er en generell markedsrisiko som oppstår ved bevegelser i valutamarkedet. Lars-Erik Aas sier følgende om valutarisiko:

”Alle foretak som har eiendeler/gjeld i utenlandsk valuta eller bedriver handel med utlandet, har valutaeksponering” (Aas, L-E. 4/2006)

Mange selskaper opererer ikke utelukkende i sin egen valuta i dag. Eksport av produkter, import av råvarer og produksjon i flere land er noen eksempler på hvordan et selskap kan bli eksponert for valutarisiko. Det er vanlig å dele valutarisiko i tre typer: *transaksjons-, balanse- og økonomiskrisiko* (Aas, L-E. 4/2006).

Transaksjonsrisiko vil oppstå om vi for eksempel har en avtalt inn- eller utbetaling i en utenlandsk valuta. La oss tenke oss at vi primært opererer i norske kroner (NOK). Vi skal kjøpe en vare som skal betales i euro (EUR), en måned fram i tid. Vi vet ikke hvordan forholdet mellom NOK og EUR vil være ved forfall. Dette vil utgjøre en risiko ved at NOK kan være svekket (depresiert) som vil resultere i at vi må betale mer NOK per EUR, altså må

Finansiell risikostyring i Skretting AS

vi betale mer for varen. Det samme vil oppstå dersom EUR blir styrket (appresiert) (Aas, L-E. 4/2006).

Om et selskap sitter med eiendeler eller gjeld i en utenlandsk valuta vil de bli eksponert for *balanserisiko* (Aas, L-E. 4/2006). Vi kan her ta for oss Skretting AS og Nutreco N.V. Skretting AS er et heleid datterselskap av det nederlandske konsernet Nutreco N.V. For illustreringen av eksempelet forutsetter vi at NOK har en kurs på 7 mot EUR.

Skretting (NOK)		Nutreco (EUR)	
E 5600 NOK	G 2800 NOK	E 800 EUR	G 400 EUR
	EK 2800 NOK		EK 400 EUR

Ovenfor illustreres balanserisiko med en balanse for Skretting. Verdien av Skretting må balanseføres i Nutreco N.V. slik vi ser det er gjort ovenfor. Om NOK depresierer mot EUR vil dette slå negativt ut i konsernets nøkkeltall. Om NOK depresierer mot EUR slik at en må betale 8 NOK for en EUR vil dette utgjøre en reduksjon på 50 i Nutreco's egenkapital, som illustrert nedenfor. En slik nedgang i egenkapitalen vil gi ringvirkninger for konsernet.

Skretting (NOK)		Nutreco (EUR)	
E 5600 NOK	G 2800 NOK	E 750 EUR	G 350 EUR
	EK 2800 NOK		EK 350 EUR

Svingninger i valutakurser påvirker konkurranseevnen på import- og eksportmarkedet. Vi snakker da om *økonomisk risiko* (Aas, L-E. 4/2006). For eksempel om et selskap i Norge opererer i NOK, men eksporterer en vare i EUR. De har en konkurrent som opererer i amerikanske dollar (USD) og eksporterer til samme marked. For det norske selskapet vil en appresiert NOK svekke deres konkurranseevnen for eksport, gitt at USD holder seg stabil

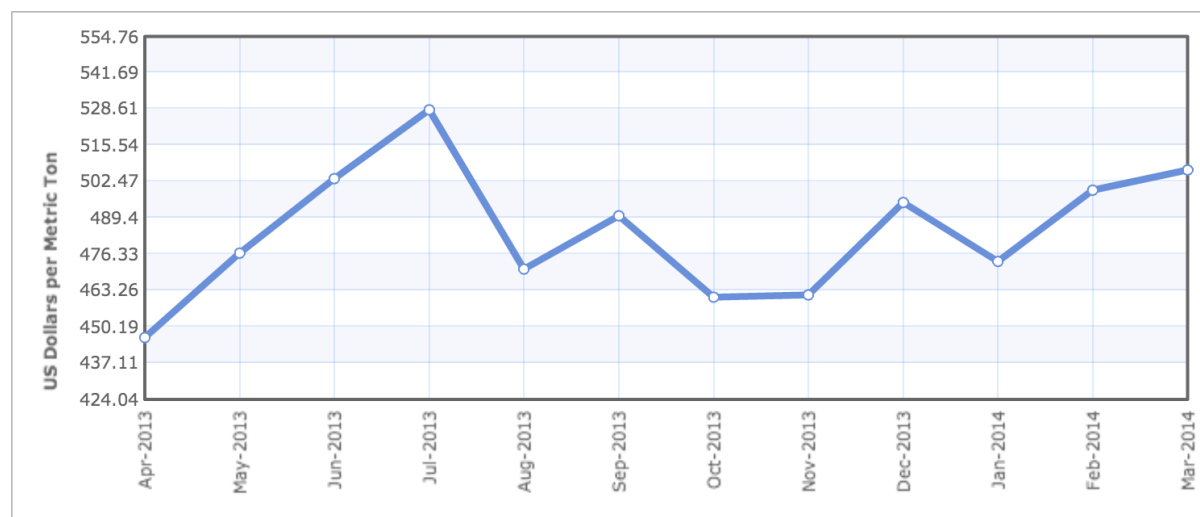
eller depresierer. Dette er fordi kundene vil måtte betale mer EUR per NOK. Dette vil resultere i at kundene må betale mer for varen, eller at det norske selskapet må senke prisene for at varen skal selges til samme verdi som før. For konkurrenten vil en depresierte USD mot EUR føre til økt konkurranseevne mot det norske selskapet. Konkurrenten vil få større marginer, de vil få et større antall USD for samme antall EUR. Konkurrenten kan også senke prisene, men få samme antall USD som før.

Råvarerisiko

”Den kraftige økningen i råvarepriser de siste tre årene har ført til økt interesse for avdekking av slik type risiko.” (Aas, L-E. 4/2006)

Svingninger i priser er en risiko mange selskaper opplever mer eller mindre kontinuerlig. Et begrep som ofte benyttes for å beskrive hvordan et marked eller en indeks endrer seg er volatilitet. Volatilitet i priser på råvarer som utgjør en stor del av de totale kostnadene til et selskap er viktig å vie oppmerksomhet. Svingninger i råvarer medfører en risiko og er derfor viktig å identifisere for så å håndtere. I bransjen vi undersøker vil råvaren soyamel være et eksempel på dette. Volatile råvarepriser påvirkes av flere faktorer, for eksempel kan en nedgang i tilgjengelighet forårsake en økning i prisen (Aas, L-E. 4/2006). Under ser vi pris for soya som viser hvilke svingninger denne råvaren det siste året.

Figur 2.2: Soyamelpris de siste 12 månedene



Kilde: Utarbeidet av Indexmundi på grunnlag av data fra World Bank

En annen faktor kan være substitutter for råvaren. Dersom det eksisterer et substitutt for en råvare vil det være av interesse å være oppmerksom på dette av to grunner. Den første grunnen er at det vil kunne være fordelaktig å erstatte den opprinnelige råvaren på grunn av pris eller tilgjengelighet. Den andre grunnen er at prisutviklingen på et substitutt vil kunne være en indikator på utviklingen av den opprinnelige råvaren. Et eksempel på råvarer som kan erstatte hverandre i bransje vi undersøker er soya og mais.

Råvarer som utgjør en stor andel av en virksomhets totale varekostnader er viktig å følge utviklingen på. Ved å gjennomføre en følsomhetsanalyse vil man finne ut hvordan en prosentvis endring i pris vil påvirke virksomhetens resultat (Aas, L-E. 4/2006). For eksempel hvordan en økning på 5% i soyaprisene vil påvirke resultatet til Skretting. En innsatsfaktor som utgjør en stor andel av en virksomhets totale varekostnader vil da også utgjøre en risiko. I en konkurranseutsatt bransje, slik Skretting AS befinner seg i er det viktig å kunne tilby en lavest mulig pris på fôr for å være konkurransedyktig. Prisen Skretting kan tilby sine kunder påvirkes av hva de selv må betale for innsatsfaktorer. Følgelig er det derfor viktig å ha lavest mulig kostnader for råvarer.

Renterisiko

De fleste selskaper blir i større eller mindre grad eksponert av renterisiko, uavhengig av hvilken næring de opererer i. Alle som innehar rentebærende eiendeler eller gjeld vil være eksponert for en slik risiko (Aas, L-E. 4/2006). Renterisiko kan defineres slik:

”Risikoen for at svingninger i renten påvirker markedsverdien og/eller rentenettoen.” (Aas, L-E. 4/2006)

I likhet med andre typer risiko vi tar for oss må virksomheten identifisere hendelsen, i dette tilfellet vil det være å identifisere en renterisiko. For å se på omfanget av en slik risiko vil man se på hvordan økte rentekostnader vil påvirke bedriften. For eksempel om en renteoppgang vil kunne gi bedriften likviditetsproblemer. En endringen i rentekostnadene vil avhenge om det ligger en rentebindingsavtale til grunn og hvilke vilkår låneavtalen inneholder. Ved å binde renten vil en bedrift risikere å gå glipp av en eventuelt besparelse i rentekostnad, gitt at den flytende renten går ned. Hensikten ved å binde renten vil i hovedsak være å sikre seg mot tap og ha forutsigbare renteutgifter (Aas, L-E. 4/2006).

2.4.2 Kreditrisiko og Likviditetsrisiko

Finansdepartementet definerer kreditrisiko slik:

”Kreditrisiko er risikoen for ikke å få tilbakebetalt hele eller deler av en fordring eller et utlån, med de tapene en i så fall drar på seg etter at verdien av forsikring er trukket fra.”

(Finansdepartementet, 4/2011)

Kreditrisiko er som definert ovenfor at en motpart ikke overholder sine økonomiske forpliktelser. Dette vil kunne oppstå når en kunde får kredittid på en vare eller tjeneste. Denne typen risiko er sentral for bransjen vi undersøker da det er viktig for virksomheten å kunne tilby kredittid, og fordringene er av store beløp. Skretting AS hadde i 2011 en bokført delkrederavsetning på 26.7 mill. NOK som er avsetning av økonomiske midler for å dekke slike tap. Hvor mye de setter til delkrederavsetning blir fastsatt etter de har gjennomført en total risikovurdering av kreditrisikoen. For Skretting AS vil kreditrisikoen bli høyere når for eksempel kundene får lavere inntjening grunnet lavere laksepris. Endringer i lakseprisen vil være en risiko for kundene, det vil kunne føre til at kundene blir rammet av likviditetsproblemer.

KPMG definerer likviditetsrisiko slik:

”(...) risikoen for at man ikke kan innfri sine forpliktelser ved forfall.” (KPMG, 2013)

Skretting AS presiserer i årsrapporten at likviditetsrisikoen er begrenset for selskapet, grunnet at den langsiktige finansieringen er ivaretatt av morsselskapet som gjør at selskapets behov for ekstern finansiering er begrenset. Selv som Skretting ikke direkte er utsatt for denne typen risiko vil de kunne bli eksponert gjennom at kundene ikke greier å innfri sine økonomiske forpliktelser.

2.5 Håndtering av risiko

Videre skal vi se nærmere på håndtering av risiko. Vi skal gjøre rede for ulike typer finansielle verktøy som kan benyttes for å håndtere risiko. Derivater er en benevnelse for finansielle verktøy som benyttes i sikringsøyemed og vi skal presentere de vanligste derivatene. Ved å benytte derivater for risikohåndtering kan det gi virksomheten god finansiell forutsigbarhet og dermed redusere usikkerhet og risiko for negative overraskelser. Til slutt skal vi sette lys på noen andre perspektiver i anvendelsen av derivater.

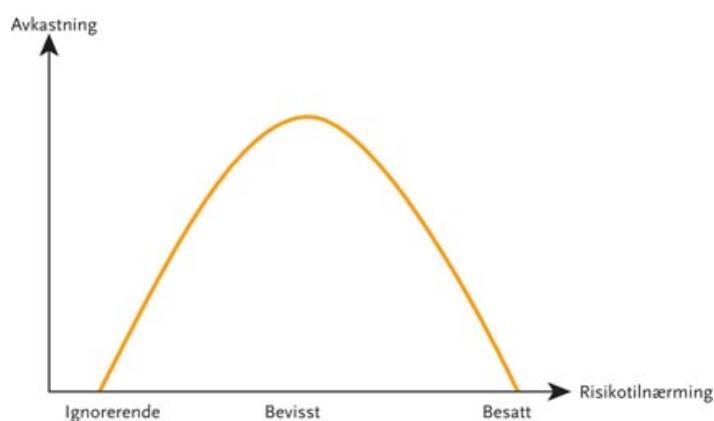
2.5.1 Hvorfor risikostyring?

Motivasjonen for risikostyring kan defineres slik:

”Gjennom god risikostyring er det mulig å trygge driften og sikre verdiskapningen gjennom å beskytte egenkapitalen. Evnen til å gjennomføre en langsiktig strategi bedres. En vil kunne unngå «fire sales» og lettere komme seg gjennom nedgangstider” (Aas, L-E, 4/2006)

Vi erkjenner at enhver virksomhet vil på en eller annen måte være eksponert for risiko. I en stadig mer kompleks økonomisk situasjon, med krevende markedsforhold som følge av økt konkurranse, vil mange virksomheter ha lavere marginer. Ved lavere marginer vil det være større behov for å øke ressursene i form av blant annet økonomisk kapital. Finansiell risikostyring spiller en viktig rolle for å beskytte økonomisk kapital mot tap. Imidlertid vil en ikke kunne oppnå noen verdiskapning og samtidig sikre seg mot alt av risiko. Dette fordi sikring også har en pris:

For å få avkastning utover risikofri rente bærer det en risiko, sikring er et spørsmål om hvor stor risiko en ønsker å ta, eller virksomhetens risikoappetitt. Figuren 2.3 illustrerer sammenhengen mellom disse forholdene. Gjennom et bevisst forhold til risiko vil en kunne oppnå høyere avkastning enn dersom man er ignorerende eller besatt. (Aas, L-E, 4/2006)



Figur 2.3: Sammenheng mellom avkastning og risikotilnærming

2.5.2 Risikohåndtering ifølge COSO

Helhetlig risikostyring har til hensikt å håndtere usikkerhet for å bevare verdier i en organisasjon. Når risiko er identifisert og vurdert er det naturlig å beslutte, og eventuelt iverksette tiltak for å håndtere risikoen. Ifølge COSO rapporten har ledelsen fire alternative måter å håndtere risiko på:

- (1) å unngå – altså trekke seg ut av de aktiviteter som er kilden til risiko, for eksempel å avvikle et produktområdet.
- (2) å redusere – iverksette tiltak for enten å redusere sannsynligheten for eller konsekvensene av risikoen. Eventuelt forsøke å reduserer begge deler.
- (3) å dele – altså redusere risikoen sannsynlighet og/eller konsekvenser ved å overføre, eller på annen måte dele den på andre måter.
- (4) å akseptere – som følgelig vil si at ledelsen ikke gjør noe annet enn å la situasjonen forbli slik den er med tilhørende risiko den måtte bære.

I prosessen med helhetlig risikostyring frem til håndtering av risiko har ledelsen identifisert hendelsen og vurdert risikoen etter sannsynlighet og omfang. Ledelsen står videre ovenfor problemstillingen om hvordan de skal reagere og iverksette tiltak slik at risikoen reflekterer risikoappetitten. Når denne prosessen er gjennomført bør ledelsen gjøre nye vurderinger, og se hva som er av gjenværende risiko etter eventuelle tiltak er gjennomført. På denne måten vil en kunne kvalitetssikre at håndteringen av risikoen er i samsvar med forventningene, og dermed unngå overraskelser. Slik vi kort skriver om sammenhengen mellom avkastning og risikotilnærming ovenfor, gjør også COSO et poeng ut av at virksomheten må vurdere kostnader og nytte ved de ulike alternativene for håndtering.

2.5.3 Sikringsinstrumenter

Finansdepartementet definerer derivater slik:

”Et derivat er en avtale om en framtidig finansiell transaksjon til en forhåndsavtalt pris. Verdien av derivatet bestemmes eller avledes av prisutviklingen på et underliggende objekt som den framtidige transaksjonen er knyttet til. Det kan være finansielle instrumenter, varepriser, indekser eller valutakurser” (Finansdepartementet, 2011)

Vi skal gjøre rede for ulike derivater og hvordan de kan brukes som verktøy. Ved riktig anvendelse kan disse verktøyene være effektive for å redusere risiko. Ved riktig anvendelse mener vi at de må benyttes med motivasjon for å sikre og ikke spekulere for å oppnå profit. Videre skal vi presentere de derivatene som er mest vanlig i dagens derivatmarked.

Opsjoner

Oslo Børs definerer opsjon slik:

”(...) en rett til å kjøpe eller selge noe til en fastsatt pris innen eller på et bestemt tidspunkt i fremtiden” (Oslo Børs)

I derivatmarkedet blir det utstedt både salgsoptjoner (put optjoner) og kjøpsoptjoner (call optjoner). Når en kjøper en opsjon, kjøper man en rett men ikke plikt til å kjøpe/selge det underliggende objektet til en avtalt pris kalt innløsningskurs. Underliggende er det objektet opsjonen er gjeldende for. For eksempler kan et visst volum olje være det underliggende objektet i en oljeopsjon. Tilsvarende har man optjoner på andre råvarer, aksjeopsjon, indeksoptjoner og valutaopsjoner. Ved kontraktinngåelse må kjøper av en opsjon betale en premie. Utsteder av opsjonen mottar opsjonspremien mot at en forplikter seg til å innløse opsjonen dersom kjøper ønsker det. Opsjonspremiens størrelse vil ofte beregnes ut fra ulike faktorer. For en valutaopsjon vil premien avhenge av innløsningskursen, nåværende spotkurs, risikofri rente i de to valutaene, opsjonens løpetid og valutaens volatilitet (Korsvold, P.E & Høidal, G.B, 2012).

En forutsetning for at opsjonsmarkedet skal fungere og være gjenstand for løpende handel er at kontraktene er standardiserte. Altså at alle opsjoner i en opsjonsserie har samme vilkår. Argumentet for dette er for at investorene skal vite hvilke vilkår, eller rettigheter og plikter

som følger med opsjonen. Hver opsjonskontrakt gjelder normalt 100 underliggende enheter og i kontrakten bestemmes det en innløsningskurs som ofte vil være gjeldene spotkurs. I tillegg fastsettes tidspunkt for når rettighetene og pliktene for opsjonen ikke lenger gjelder eller bortfaller. Det er mest normalt med løpetid under 12 måneder (Oslo Børs).

Tap eller gevinst for en opsjon kan realiseres ved innløsning, stengning eller bortfall.

Innløsning kan kun foretas av den som kjøper opsjonen dersom kjøperen benytter seg av sin rett til å kjøpe (CALL) eller selge (PUT). En opsjon som kan innløses hver dag frem til og med bortfallsdag kalles en amerikansk opsjon. En opsjon som kun kan innløses på bortfallsdag, kalles en europeisk opsjon. Begge typene omsettes både i USA og i Europa (Korsvold, P.E & Høidal, G.B, 2012). Både kjøper og utsteder av opsjoner kan når som helst i løpetiden realisere gevinst eller tap ved å *stenge* opsjonen. Dette skjer ved at kjøperen av en opsjon selger den i opsjonsmarkedet, eller at utstederen kjøper opsjonen tilbake i markedet. Dette er den vanligste og enkleste måten å realisere gevinst eller tap på. Den siste måten hvor en kan realisere tap eller gevinst for en opsjon er ved bortfall. Kjøperens rettigheter faller bort og utstederen er ikke lenger forpliktet i henhold til opsjonen ved bortfallsdag som er avtalt i kontrakten. (Oslo Børs)

Ved å benytte opsjoner som verktøy for å håndtere finansiell risiko vil man kun tape opsjonspremien man betaler for opsjonen. Dette betyr at en virksomhet kan sikre seg mot tap og eliminere usikkerhet for at underliggende skal stige i verdi og dermed bli dyrere i fremtiden. Utsteder kan i teorien tape ubegrenset. Vi vil gi eksempel på hvordan man kan anvende en opsjon i kapittel 2.7.1.

Forward/Futures

Forward- og futureskontrakter er en avtale mellom to parter om å kjøpe eller selge underliggende verdipapir til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt i fremtiden. Forskjellen fra opsjoner er at både kjøper og selger forplikter seg til å utføre den fremtidige handelen. For opsjoner gjelder kontrakten at kjøper av opsjonen kan velge om en ønsker å benytte seg av sin rett til å kjøpe/selge opsjonen, og selger er forpliktet til å kjøpe/selge dersom dette er aktuelt. Ved forward- og futureskontrakt er den fremtidige transaksjonen en plikt, og gjensidig for begge parter.

På oppgjørstidspunktet blir kontrakten realisert. Dersom underliggende er råvarer blir disse levert og kjøper betaler som avtalt. Dersom underliggende er en valuta betales differansen mellom spotpris og avtalt pris. Det er imidlertid forskjell på oppgjørstidspunktet i en forwardkontrakt og en futureskontrakt. Oppgjør ved inngåelse av en forwardkontrakt skjer ved bortfallsdagen. Ved futureskontrakt gjennomføres det oppgjør hver dag, med beregninger fra sluttkursen dagen før. Her vil det skje en transaksjon mellom kjøper og selger på bakgrunn av hvem som har tjent/tapt (Oslo Børs).

Forward/futures er kontrakter med oppgjør i fremtiden, hvor man tar utgangspunkt i spotpris for underliggende. Man kjøper forward- eller futureskontrakter dersom man tror på oppgang i markedet eller man selger dersom man tror på nedgang. Underliggende kan være av finansiell karakter som for eksempel aksjer eller det kan være råvarer. Når en inngår en terminkontrakt er det kun transaksjonskostnader en må betale, dette skal dekke utgifter til markedsplassen, clearingsentralen og megleren (Oslo Børs).

Swaps

En swap kan defineres slik:

"A swap is an agreement between two companies to change cash flows in the future. The agreement defines the dates when the cash flows are to be paid and the way in which they are to be calculated. Usually the calculation of a cash flows involves the future values of one or more market variables" (Hull, J. C. 2010:92)

En swap-kontrakt er en finansiell transaksjon mellom to aktører hvor aktørene bytter kontantstrømmer over en tidsperiode. Det finnes flere ulike swap instrumenter. Den mest utbredte formen for swapkontrakt kalles "Plain Vanilla Swap", og finnes i to ulike typer, henholdsvis for renter og valuta. Vi vil nøye oss med å redegjøre hvordan en vanilla plain renteswap kontrakt fungerer:

For eksempel om vi tenker oss to aktører som har lånt penger i hver sin bank med forskjellige lånebetingelser. Den ene aktøren har løpende eller nominell rente, den andre aktøren betaler fastrente. For aktøren med nominell rente vil det være uforutsigbart om hva som skjer med den nominelle renten og dermed hva de må betale i renter. Den andre aktøren synes de betaler for mye i rentekostnad, eller har tro på at rentenivået skal gå ned. Dersom ingen av disse

aktørene er fornøyd med sine lånevilkår, kan de konstruere en kontrakt om å bytte rentebetalinger. Altså vil lånene være som de er, men de tegner kontrakt om en kontantstrøm seg i mellom, basert på rentekostnadene. Aktørene har ”swappet” rentekostnadene i form av en kontantstrøm ved å benytte seg av en renteswap (SNL, 2014)

2.6 Derivater; mer enn bare transaksjoner

Det er nå gjort rede for teorien vi skal anvende i denne oppgaven. Vi har presentert helhetlig risikostyring og har sett på ulike finansielle risikofaktorer samt hvordan disse spesifikt kan håndteres. De forskjellige verktøyene for å håndtere risikofaktorer som renteusikkerhet, valutasvingninger og volatile råvarepriser er der for å gi selskaper mulighet til å eliminere finansielle usikkerheter. Dette er i hvert fall hva teorien forteller oss, men blir finansielle risikostyring praktisert slik teorien blir framstilt? Dette skal vi gå nærmere inn på med bakgrunn i artikkelen av *René M. Stulz, rethinking risk management*.

Mindre selskaper er ofte mer utsatt for økonomisk usikkerhet, men Stulz poengterer i artikkelen at det er ofte store selskaper som i størst grad benytter seg av derivater. Dette sees på som merkverdig, siden mindre selskaper vil kunne dra større nytte av derivater, grunnet en høyere usikkerhet og en lavere toleranse for økonomisk tap. Det ble i 1992 gjennomført en stor undersøkelse om selskapers bruk av derivater. I denne undersøkelsen kom forskeren fram til at bruk av derivater blir oppfattet som en prosess som krever en stor forskuddsvis investering i utdanning av personell og teknologi. Det konkluderes med at denne oppfatning kan være en av grunnen til at mindre bedrifter velger å ikke benytte seg av derivater i så stor grad (Stulz, 1996).

Det kommer også frem av teksten at flere benytter seg av derivater med insentiver om en økonomisk vinning, framfor en reduksjon av økonomiske usikkerheter. Det kan tenkes at selskaper i dag ser på derivater som bedre egnet til å øke inntjening i motsetning til å redusere usikkerhet. Dette vil i så fall avvike med teorien om finansiell risikostyring. Det kan også tenkes at disse bedriftene har feil motivasjon bak slike transaksjoner, og at det er et behov for en endring i dagens bedriftskultur. I følge Stulz er det ikke en direkte feil i verken bedriftskulturen eller teorien bak finansiell risikostyring, men det er helt klart rom for forbedring.

Det ser ut til at mange bedrifter begynner å gå bort i fra å full sikring av økonomiske usikkerheter, dette kommer fram av flere undersøkelser. (Stulz, 1996). Flere bedrifter velger å sikre seg mot deler av den totale risikoen de eksponeres for, en såkalt selektiv sikring. Dette innebærer at de velger å sikre seg på enkelte områder, og velger å ta risiko på andre områder med bakgrunn i egne forventninger om framtiden. Stulz sier følgende om en slik sikringsstrategi:

”Such a practice seems inconsistent with modern risk management theory, or at least the theory that has been presented thus far. But there is a plausible defense of selective hedging”
(Stulz, 1996:8)

Ved å sikre seg selektivt tar man en spekulativ posisjon i markedet. Men det som er viktig, er bakgrunnen en virksomhet har for å ta en slik posisjon. Et selskap kan ikke forvente en kontinuerlig gevinst ved å ta slike posisjoner basert på informasjon som er tilgjengelig for alle. Slike posisjoner vil kunne forsvares ved at et selskap tilegner seg informasjon som ikke er tilgjengelig for alle. Når man operer i en bransje tilegner man seg spesialisert informasjon om de markedene man operer i. Dette vil kunne være en fordel i markedet som kan utnyttes, men det må komme klart fram at en slik strategi enda innehar risiko.

Vi må ikke glemme at avgjørelsen og transaksjonen ved bruk av derivater gjennomføres av mennesker i en maktposisjon. Ofte blir personen som er satt til å ta slike avgjørelser kompensert for gode investeringer. Det er viktig at en personer med et slikt ansvar har insentiver om å tjene penger til aksjonærene og ikke ta avgjørelser basert på muligheten om en eventuelt bonus. Om en slik avgjørelse fører til tap, vil det være bedriften som må bære tapet og ikke personen som tar avgjørelsen. Vi snakket ovenfor om at bedrifter tilegner seg informasjon om markedet de operer. Det kan tenkes at det kan tas forhastede avgjørelse på bakgrunn av spesialisert informasjon grunnet at det ligger en bonusordning til grunne. Stulz poengterer at man burde se på sammenhengen mellom størrelsen på profitten i samsvar med hvor høy investeringens risiko har vært. Man burde ikke belønne noen for en middels profitt når dette er et resultat av at det er blitt tatt en over middels risiko.

Vi har i kapittel 2.4.3 gjort rede for ulike typer derivater, der går vi inn på hvordan derivater fungerer og kan minimere risiko. I dette kapitlet går vi inn på hvordan finansiell risikostyring blir praktisert og kan avvike fra teorien. Vi går inn på at selskaper kan ha andre insentiver ved

bruk av derivater. At mindre selskaper som kan dra mest nytte av sikringsinstrumenter, velger å ikke benytte dem. Og at vi ikke må glemme at det er mennesker som står bak bruken av derivater. Essensen av alt dette er at finansiell risikostyring ikke bare handler om transaksjoner.

2.7 Håndtering av finansielle risikofaktorer

I kapittel 2.3.2 og 2.3.3 redegjorde vi for markedsrisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko. I dette kapitlet skal vi gjøre rede for hvordan en virksomhet kan *unngå, redusere eller dele* risikoen slik COSO rammeverket presenterer håndtering av risiko. Vi vil forklare hvordan de finansielle verktøy som vi gjorde rede for i kapitel 2.4.3 kan anvendes for å oppnå dette.

2.7.1 Markedsrisiko

Selskaper som forholder seg til flere typer valuta vil være eksponert for valutarisiko. For å *unngå* valutarisiko må man holde seg til en valuta. Om man handler med utenlandske aktører kan en for eksempel fakturere i egen valuta, men dagens samfunn er blitt mer globalisert og det kan derfor være vanskelig å unngå valutahandel. En virksomhet kan også unngå valutarisiko ved å sikre hele kontantstrømmen i forwardkontrakter. (Børsum og Ødegaard, 2005:85-86)

Som vi har nevnt tidligere i forhold til å *redusere* risiko, vil en iverksette tiltak som fører til at den gjenværende risikoen vil være mindre enn den iboende risikoen. Den gjenværende risikoen bør også samsvare med virksomhetens risikoappetitt. Et eksempel på å redusere valutarisikoen kan være en norsk bedrift som eksporterer til land som opererer med Euro (EUR), flytter produksjon til et land som benytter EUR som myntenhet. Her vil valutarisikoen kun være reel når vi skal føre økonomiske midlene tilbake i norske kroner (NOK), som for eksempel overskudd. En annen måte å redusere valutarisikoen er å ta opp valutalån i den myntenheten man forventer inntekter i, på den måten kan man nedbetale låne med inntektene. (Børsum og Ødegaard, 2005:85-86)

Det finnes ulike muligheter for å *dele* en valutarisiko. Dette kan man gjøre ved å diversifisere kontantbeholdningen, dette vil kunne gjøres ved å spre et selskaps verdier i flere typer valuta. Et annet finansielt verktøy for å dele en valutarisiko er valutaopsjoner som vil opptre som en type forsikring innenfor valutahandel. (Børsum og Ødegaard, 2005:85-86)

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Når man *aksepterer* valutarisikoen vil alle svingningene i valutamarkedet være innenfor virksomhetens risikoappetitt og det foretas ingen form for sikringer. En virksomhet som velger å akseptere en valutarisiko vil kunne oppnå en gevinst i valutamarkedet. Men vil også, avhengig av i hvor stor grad de opererer med ulike typer valuta, være utsatt for risiko. (Børsum og Ødegaard, 2005:85-86)

Råvarer er den største utgiften for bedrifter i bransjen vi undersøker. Siden råvarer ofte omsettes på et internasjonalt marked vil valutarisiko kunne være en stor del av råvarerisiko. Et finansiell verktøy som kan benyttes for å sikre seg mot endringer i råvarepriser er opsjoner. I kapittel 2.4.1 om råvarerisiko nevnte vi soya, vi viderefører dette som et eksempel for å illustrere hvordan opsjoner kan benyttes for å sikre råvarepriser. Fiskefôr AS skal i framtiden kjøpe inn 1000 tonn med soya og ønsker å sikre hele partiet. De velger å kjøpe 1000 europeisk call-opsjoner, hver på 1 tonn. Utsteder av opsjonen mottar her en opsjonspremie. Opsjonene har en innløsningskurs på 500 amerikanske dollar (USD). Om markedsprisen på soya ligger under 500 USD per tonn ved forfall vil ikke Fiskefôr AS benytte seg av opsjonene, for eksempel 490 USD per tonn:

1000 Tonn Soya

Soya i spotmarkedet (490 USD per tonn)	490.000 USD
-Innløsning av opsjonene	500.000 USD
Netto tap	10.000 USD

Ved å benytte seg av opsjonene når markedsprisen er 490 USD per tonn vil bedriften betale 10.000 USD mer for partiet. Her vil ikke Fiskefôr AS benytte seg av opsjonen, det eneste de taper ved å ha inngått denne avtalen er opsjonspremien. De vil da kjøpe partiet i spotmarkedet.

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Dersom vi har en markedspris over 500 USD per tonn vil Fiskefôr AS løse inn opsjonene, for eksempel 510 USD per tonn:

1.000 Tonn Soya

Soya i spotmarkedet (510 USD per tonn)	510.000 USD
-Innløsning av opsjonene	500.000 USD
Netto gevinst	10.000 USD

Fiskefôr AS vil her betale 10.000 USD mindre enn de ville gjort ved å kjøpe partiet til markedspris. Siden Fiskefôr AS operer i norske kroner (NOK) vil det oppstå en valutarisiko siden vi kjøper varer i USD fram i tid.

Valutarisikoen Fiskefôr AS er utsatt for kan håndteres ved å bruke forwardavtale i valuta. For eksempel: Innkjøpet finner sted om 30 dager og bedriften inngår en forwardavtale med tilsvarende forfall. Bedriften inngår en kontrakt om et kjøp på 500.000 USD om 30 dager til en kurs på 6,00 NOK per USD. Dette vil gi Fiskefôr AS en forutsigbarhet ved at de vet nøyaktig hvor mye de må betale per USD ved forfall.

Renterisiko kan håndteres ved å binde renten slik at man har fast rente eller en kombinasjon av fast- og flytende rente. En fastrente-avtale er en bindende avtale med banken. En fast rente vil gi forutsigbare rentekostnader, dette vil også kunne resultere med at fastrente er lavere enn den flytende renten. Om en bedrift er misfornøyd med sine renteordninger vil det være mulig å anvende rentebytteavtaler (swaps) med andre aktører uten å bryte en bindende avtale med banken. Opsjoner kan også benyttes her som et verktøy for å sikre seg mot tap i form av renterisiko.

2.7.2 Kredittrisiko

Kredittrisiko oppstår, som vi skriver i 2.4.2, når en motpart ikke oppfyller sine økonomiske forpliktelser. For eksempel dersom en kunde handler en vare eller tjeneste på kredittid, mottar varen eller tjenesten, men ikke betaler for den. Et tiltak for å unngå en slik risiko er å ta forhåndsbetalt for varen. Dette kan være utfordrende i enkelte bransjer i praksis, selv om det kan virke nokså enkelt i teorien. For å redusere kredittrisikoen burde man vite hvem man

handler med. Hvor likvid er kunden som vil handle på kreditt? Har kunden unnlatt å betale andre? Slike spørsmål kan besvares med en kredittsjekk eller at man får innsikt i regnskapet dersom kunden er en bedrift. For å ta et eksempel fra et privatøkonomisk synspunkt; om en person går i banken for å søke om lån vil banken sjekke den finansielle situasjonen til denne personen. Viser det seg at personen har betalingsanmerkninger vil banken sannsynligvis ikke låne ut penger eller sette begrensninger eller andre vilkår. Det kan være at de vil låne han penger om personen stiller noe i sikkerhet, som for eksempel eiendom. Eller at personen har en kausjonist som stiller seg til disposisjon til å være medansvarlig til gjelden. På samme måte vil eksempelet være overførbart mellom virksomheter hvor kunder og leverandører er kan være andre virksomheter.

I tillegg kan kredittrisiko håndteres ved å tegne kredittforsikringer. En slik forsikringen sikrer at virksomheten får tilbake en andel av tapt fordring.

2.7.3 Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko handler om at man ikke klarer å innfri sine økonomiske forpliktelser. For å unngå eller redusere denne risikoen vil et godt hjelpemiddel være å ha god økonomistyring i hele virksomheten. Dette vil innebærer at bedriften klarer å identifisere og håndtere sine risikofaktorer. Gjennom presentasjonen av COSO rammeverket har vi sett hvordan helhetlig risikostyring vil være et godt verktøy for å unngå å bli eksponert for denne type risiko eller overraskelse som kan føre til likviditetsproblemer.

2.8 Oppsummering

I dette kapitlet har vi presentert relevant teori for oppgaven og det vi skal undersøke. Vi har presentert COSO rammeverket som tar for seg helhetlig risikostyring. Denne delen av teorikapitlet gir et generelt, og et godt grunnlag for å sette de øvrige temaene i en kontekst. De øvrige temaene vi har redegjort for er finansielle risikofaktorer og ulike håndteringsformer som er mulige å benytte seg for å redusere virksomhetens risikoeksponering. Vi mener denne teorien vil legge et godt grunnlag for å belyse oppgavens problemstilling om finansielle risikostyring i Skretting AS.

3.0 Metode

I dette kapitlet presenterer vi hva en forskningsprosess innebærer, hvilke krav som stilles til en forsker ut ifra metodelæren og hvordan vi har knyttet dette til vår oppgave. Vi vil presenterer forskningsmetoder, henholdsvis kvalitativ og kvantitativ metode. Med bakgrunn fra teorien rundt forskningsmetode vil vi begrunne de valgene vi har gjort for det vi mener egner seg å være hensiktsmessig for oppgaven. Videre presenteres valg av forskningsdesign og hvordan vi har bygd oppgaven. Et viktig spørsmål metodelæren tar for seg, er undersøkelsens kvalitet. Dette vil vi gjøre rede for gjennom begreper som validitet og reliabilitet, og knytte dette opp mot vår oppgave.

3.1 Samfunnsvitenskapelig metode

Samfunnsvitenskap har til hensikt å bidra med kunnskap om hvordan virkeligheten ser ut. Det er en omfattende oppgave å skape et bilde av hvordan virkeligheten ser ut og det vil derfor være nødvendig å gå metodisk til verks. Begrepet metode kommer av det greske *methodos* og betyr nettopp å følge en bestemt vei mot et mål. Samfunnsvitenskapelig metode dreier seg om hvordan vi skal følge en bestemt vei, eller gå frem for å samle informasjon om den sosiale virkeligheten og hvordan denne informasjonen skal analyseres og tolkes (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

”Metodelæren hjelper oss å treffe hensiktsmessige valg. Den gir oss oversikt over alternative fremgangsmåter og konsekvenser av å velge de enkelte alternativene. Gjennom metodelære drar vi nytte av tidligere forskers erfaringer, vi er ikke henvist til bare å lære gjennom prøving og feiling. Ved å følge rådene får vi også hjelp til å motstå fristelsen til å bruke fremgangsmåter som øker sjansen for at undersøkelsen skal gi nettopp de resultatene vi ønsker.” (Hellevik, O. 2002:17)

Metodelæren dreier seg i hovedsak om hvordan man kan gå frem for å undersøke om våre antakelser er i overenstemmelse med virkeligheten. For å undersøke om antakelsene våre er i samsvar med virkeligheten, og konklusjoner kan utledes må det gjøres funn som må analyseres og tolkes. Det stilles det en rekke vitenskapelige krav til en forsker. Dette er krav om hva som gjør undersøkelsen gyldig og man kan trekke en konklusjon. Kravene skal hjelpe forskeren med å trekke konklusjoner som er i samsvar med den faktiske virkeligheten og

begrunnet ved funn, og ikke ut ifra våre egne oppfatninger eller antakelser (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

3.2 Kvalitativ og kvantitativ metode

Samfunnsvitenskapelig metodelære skiller mellom kvantitativ og kvalitativ metode. I kvantitativ metode er man opptatt av å telle opp et fenomen, for å kartlegge utbredelsen av det man forsker på. Kvantitativ metode har hentet mange av sine prosedyrer fra naturvitenskapelig metode, men samtidig tilpasset det faktum at det er mennesker og menneskelige fenomener som skal studeres. Et eksempel på en tilnærming for denne forskningsmetoden er spørreundersøkelser. Kvalitativ metode sier noe om spesielle tegn eller egenskaper ved det fenomenet som studeres. Et eksempel på en tilnærming for denne metoden er observasjon eller som vi benytter i vår undersøkelse, dybdeintervju (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Vi vil gjøre rede for forskningsprosessen før vi kommer nærmere tilbake til dybdeintervju og våre valg underveis videre i kapitlet.

3.3 Forskningsprosessen

Uansett hvilken metode, kvalitativ eller kvantitativ, vil stegene i forskningsprosessen være de samme. De vil ha samme kronologiske oppbygningen som fremgangsmåte for undersøkelsen. Vi kan si at forskningsprosessen generelt består av disse punktene:

- Forberedelse
- Datainnsamling
- Dataanalyse
- Rapportering

En del av forberedelsen kan ofte være noe som kommer til oss, mer eller mindre av seg selv, siden det ofte er slik at utgangspunktet for all forskning er nysgjerrighet. Om man forsker på noe er det med grunn av at man ønsker svar på en eller flere ting. Forskningsspørsmål skiller seg fra hverdagslige spørsmål på den måten at de er mer gjennomtenkt. Av dette utarbeider man en problemstilling. Forskeren må ta stilling til undersøkelsens formål. Hva skal undersøkelsen bidra med og hvorfor ønsker du å gjennomføre denne undersøkelsen? For å besvare forskningsspørsmålet finnes det flere ulike måter og organisere og gjennomføre dette på. Vi nevnte i avsnittet om hva vitenskapelig metode er, at forskeren må følge noen

vitenskapelige krav. Ett av disse kravene er hvordan man bygger sin undersøkelse og hva slags føringer man bør følge. Til hjelp for dette har forskeren ulike forskningsdesign. Det finnes flere ulike forskningsdesign å velge mellom, f.eks. etnografi, caseundersøkelser, fenomenologi og grounded theory som er typiske kvalitative design og eksperiment samt spørreundersøkelser som er typiske kvantitative design. Når forskeren har utarbeidet en problemstilling og har et utgangspunkt for forskningen, setter forskeren seg inn i relevant litteratur som vil være til hjelp og gi retning videre for undersøkelsen.

Som en del av forskningsarbeidet samles det inn dokumentasjon, eller data som gjenspeiler den virkeligheten som undersøkes. Som nevnt er det mange måter å gjennomføre undersøkelser og det vil også være flere måter å samle inn data på. Det er imidlertid et skille mellom kvalitativ- og kvantitativ- metode. Mest vanlige måtene å samle inn data er henholdsvis intervju, fokusgruppe og observasjon for kvalitativ metode. For kvantitativ er eksperiment og spørreundersøkelser de mest vanlige måtene å samle inn data. All innsamlet data må dokumenteres. Ofte vil det for kvalitative metoder være aktuelt å benytte seg av feltnotater, men i tillegg lydbånd. Dette skrives ut som tekst og denne prosessen kalles transkriberes. Innsamling for kvantitativ metode dreier seg ofte om å samle inn spørreskjema med ferdig utfylt spørsmål og svaralternativer. Men før man i det hele tatt starter prosessen med selve innsamlingen av data må det tas stilling til utvalgsstørrelse, utvalgsstrategi og rekruttering. Denne prosessen står mer sentralt for en kvantitativ undersøkelse, da man for eksempel må finne en populasjon som kan være representativt for det man undersøker. Det kan være begrensninger for hva omfanget tillater med tanke på kostnader eller tid. I vår oppgave vil utvalgsstørrelsen begrenses til noen sentralt ansatte hos Skretting som kan gi oss informasjon om deres finansielle risikofaktorer.

Når dataene er samlet inn må den analyseres og tolkes. Uavhengig av metode må dataen reduseres for å gjøre analysearbeidet håndterlig. For kvantitativ metode går dette ofte ut på å telle opp og benytte seg av forskjellige statistiske teknikker. For kvalitativ metode dreier det seg om å bearbeide tekst.

Resultatet av forskningsarbeidet presenteres vanligvis i form av skriftlig rapport. Det er spesielle konvensjoner for hvordan en slik rapport skal utformes. I tillegg benytter man seg ofte av annen forskning eller litteratur. Det stilles derfor strenge krav til at det refereres til de kilder man har brukt. (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011)

3.4 Metodevalg

Vi har benyttet oss av kvantitativ metode for denne oppgaven. Vi skal undersøke hvordan Skretting er eksponert for finansiell risiko og hvordan de håndterer dette. Før vi kan analysere data eller slutte noen konklusjoner er det hensiktsmessig å sette seg inn i relevant teori og samle inn empiri som kan hjelpe å gi svar på undersøkelsens problemstilling. Innsamling for vår oppgave har bestått av å benytte tilgjengelig litteratur fra tidligere kurs og fagartikler for å redegjøre for temaene som er presentert i teorikapitlet. For å samle inn relevant empiri for undersøkelsen vår har vi benyttet oss av kvalitativt intervju. Vi vil gjennomføre dybdeintervjuer med de som har innsikt i det sidene ved organisasjonen vi skal undersøke som vil gi oss fylldig data om emnet. Som forsker, samt informanten, gir intervju tilstrekkelig frihet til å utfylle spørsmålene da det er nødvendig for å belyse noe. I tillegg får man en bredde i den innsamlede empirien fra informanten ved et dybdeintervju. Vi mener også at vi kan regne den innsamlede dataen som valid da valget av respondent er en sentrale ansatte i økonomiavdelingen i Skretting. Dette mener vi vil gi oss et godt utgangspunkt for å besvare oppgavens problemstilling.

3.5 Forskningsdesign

Ved gjennomføring av en undersøkelse må det gjøres mange overveielser og valg. Ofte vil noen av disse valgene være gitt allerede ved utarbeidelsen av problemstillingen. Det må tas stilling til hva og hvem som skal undersøkes og hvordan undersøkelsen skal gjennomføres. Dette betegnes som forskningsdesign. Ut ifra problemstilling og metodevalg ser vi det hensiktsmessig å bygge oppgaven rundt en casestudie. En casestudie design brukes blant annet ved organisasjonsforskning. Forskeren innhenter informasjon om den valgte casen over en kortere periode gjennom detaljerte og omfattende datainnsamling. Kildene som blir benyttet til innsamling av data er tid- og stedsavhengig, det betyr at casen som undersøkes er satt i en setting, som i vår case er økonomisk. Casestudier gjennomføres ofte ved hjelp av kvalitativ tilnærming som dybdeintervju. Oppsummert kan man si at caseundersøkelse består av å samle inn så mye data som mulig om et avgrenset fenomen eller en case (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Ved gjennomføringen av en casestudie beskriver Robert K. Yin fem komponenter som han mener er viktig at er med. Først utarbeider forskeren en problemstilling. Det kan være et problem av generell interesse som det videre utarbeides noen spesifikke spørsmål. Det som

styrer caseforskeren er spørsmål om hvorfor eller hvordan noe skjer og spørsmål som omhandler forståelse av hva, hvorfor eller hvordan dette foregår. Videre bør forskeren ha noen teoretiske antakelser som skal ha til hensikt å lede til videre undersøkelser. Disse antakelsene vil være i tråd med problemstillingen, en nysgjerrighet som stiller spørsmål om for eksempel, hvordan vil Skrettings bli eksponert for markedsrisiko da deres største kunde begynner å produsere for selv? Når problemstillingen er definert, er det naturlig å avgrense omfanget av hva som skal studeres. Når data er samlet inn og funnen analysert ser forskeren etter en logisk sammenheng mellom data og antakelsene, eller sammenhengen mellom funnene og problemstillingen. Altså bruker man de teoretiske antakelsen til grunn for å gjøre funn og trekke noen konklusjoner for å besvare problemstillingen. For å tolke funnene benyttes det eksisterende teori på området (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

3.6 Dybdeintervju

Intervjuer er den mest vanlige måten å samle inn kvalitativ data på. Det er en fleksibel metode som gjør det mulig å innhente fyldig og detaljerte beskrivelser av hva forskeren søker svar på. Et kvalitativt intervju kan ansees som en samtale mellom forsker og informant, men med en struktur og et formål. Strukturen er knyttet til rollefordelingen mellom partene i intervjuet. Formålet er ofte å forstå eller beskrive noe og former seg gjerne mer som en dialog fremfor rene spørsmål og svar. Hensikten med kvalitativt intervju er å finne ut hva sentrale personer har av kunnskap som vil være relevant eller av interesse for å gi retning eller være til hjelp for å svar på problemstillingen. Selve utførelsen av intervjuet kan gjennomføres på ulike måter. Forskeren kan velge hvordan han ønsker å bygge opp intervjuet eller føre samtalen ved å tilrettelegge tema på forhånd. Vi refererte ovenfor til at intervju former seg mer som en dialog, det er imidlertid avhengig av hvordan forskeren fører intervjuet. Som hjelp eller verktøy til dette benytter forskeren en intervjuguide. Den kan struktureres på en rigid måte med spørsmål og tilhørende svaralternativer eller ustrukturert intervjuguide med åpne spørsmål. Vi har benyttet oss av den mest vanlige metoden som er en mellomting mellom de ovennevnte, en semistrukturert intervjuguide. En semistrukturert intervjuguide har en overordnet intervjuguide hvor spørsmål, temaer og rekkefølge kan varieres. Det vil gi oss mulighet til å bevege oss frem og tilbake i intervjuguiden, og dermed fleksibilitet slik at vi kan stille oppfølgingsspørsmål (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

3.7 Kvaliteten på undersøkelsen

Når vi skal se på kvaliteten på en undersøkelse er det to begreper som er sentrale, validitet og reliabilitet. Disse begrepene er sentrale i oppgaven for å fremme troverdigheten med tanke på undersøkelsene vi har gjennomført. Vi vil anvende denne teorien for å underbygge troverdigheten i våre egen undersøkelse. Dette vil være viktig da resultatene av undersøkelsen vår er sentrale i oppgavens resultat og konklusjon.

Validitet

Begrepet validitet kommer av engelsk og kan direkte oversettes til gyldighet. Det angår i denne sammenhengen hvor relevant den innsamlede dataen samsvarer med fenomenet. Data er en tolkning av virkeligheten, altså ikke selve virkeligheten. Validiteten vil si noe om hvor godt virkeligheten representeres. (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Vi vil videre se på tre typer validitet; Begrepsvaliditet, intern validitet og ytre validitet.

Begrepsvaliditet

Relasjonen mellom et fenomen som undersøkes og de konkrete dataene man bruker er det som inngår i begrepsvaliditet. Validitet har her en sammenheng med hvor godt datamateriell anvendes for å representerer et generelt fenomen. Metoden man bruker for å avgjøre begrepsvaliditeten er blant annet sunn fornuft også kalt *face validity*. Det er også mulig å se på validiteten til en undersøkelsen, altså hvordan forskerne faktisk har anvendt undersøkelsens datamateriell. En oppfattelse av en undersøkelse må uansett være at det er en absolutt validitet, man kan heller se på validiteten til en undersøkelse som tilnærmet et kvalitetskrav (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Vi har valgt å basere oss på regnskapsdata for Skretting AS og dybdeintervju med ansatte i virksomheten. All data vi anvender er stort sett direkte tilknyttet til bedriften. Vi mener derfor at vi kan si at validiteten i oppgaven er godt tilnærmet et kvalitetskrav.

Intern validitet

”En undersøkelses interne validitet dreier seg om hvorvidt en undersøkelse er egnet til å påvise årsakssammenhenger eller ikke” (Forskningsmetode, 2011:365)

Den interne validiteten avgjøres i stor grad av hvordan undersøkelsen er gjennomført og faktorer som kunne påvirket undersøkelsen og om vi kan eliminere konkurrerende forklaringer.

Det er en rekke faktorer som kan påvirke den interne validiteten negativt. Om man gjennomfører en pre-test kan dette påvirke selve undersøkelsen ved at de vi gjennom tester har fått ”øving” og derfor presterer bedre enn de opprinnelig skulle. Det kan også være hendelser som skjer samtidig som påvirker undersøkelsen. (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011)

Ekstern validitet

Ekstern validitet handler primært om overførbarhet, spørsmålet er om en undersøkelses resultat kan generaliseres og brukes på andre områder enn det som er studert. (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011)

Det er flere ting en bør være klar over i forhold til ekstern validitet. I følge Johannessen, Christoffersen og Tufte er det tre faktorer som er viktig; *Individer, sted* og *tid*. Man må se på hvordan individene fra undersøkelsen som generaliseres i forhold til de som undersøkes, på hvilken måte de skiller seg fra hverandre. Når det kommer til sted er det her også viktig å se dette på samme måte som individer, særlig om det er snakk om individer fra et annet sted enn den undersøkelsen man prøver å generalisere. Tidsaspektet er også viktig, det er ikke sikkert at en undersøkelse gjort for 30 år siden er like gyldig i dag.

Vi anvender regnskapsdata fra bedriften og dybdeintervju av sentralt ansatte. Siden data vi anvender stort sett er direkte tilknyttet bedriften og at oppgaven gjennomføres i et begrenset tidsrom, mener vi at det ikke foreligger et dilemma om overførbarhet.

Relabilitet

Påliteligheten til en undersøkelse er et viktig grunnlag for forskning, det er dette som inngår i reliabilitet. Man bør stille flere spørsmål angående reliabilitet når en undersøkelse gjennomføres eller anvender undersøkelser som er gjennomført av andre forskere. Hvor nøyaktig er dataen som er blitt brukt? Hvordan har de innhentet denne dataen? Hvordan har de bearbeidet denne dataen for å komme fram til den konklusjonen de har gjort? Om det er gjennomført re-testing av en undersøkelse på to forskjellige tidspunkter og man ender opp med ganske like resultater er dette en indikator på høy reliabilitet, også kjent som interreliabilitet. (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011)

3.8 Oppgavens datamateriale

Datamateriale vi anvender i denne undersøkelsen er årsrapporter fra Skretting AS som vi har fått tilsendt av virksomheten. Vi har også benyttet årsrapporter fra Nutreco N.V. som er tilgjengelig på deres nettsider. Ved å anvende denne regnskapsinformasjonen oppnår vi å kvantifisere de forskjellige risikoene og satt det i et perspektiv.

Vi har gjennomført et dybdeintervju med en informant som jobber i økonomiavdelingen til bedriften vi undersøker. I tillegg til et oppfølgingsintervju med økonomidirektøren i virksomheten. Dette anvender vi for å få en oversikt over det helhetlige risikobilde i Skretting.

Vi benytter oss også av artikler som er relatert til Skretting AS og fôrbransjen. Primært vil vi benytte kilder som iLaks.no og Intrafish.com. Disse kildene har vi fått anbefalt gjennom intervjuene vi har gjennomført.

For å se på makroforholdene som påvirker bedriften og bransjen, benytter vi relevant statistisk data som for eksempel prisendringer for råvarer Skretting bruker.

4.0 Resultat

I dette kapitlet skal vi presentere de finansielle risikofaktorene Skretting AS anser som mest sentral for selskapet, og hvordan de tar hensyn til de respektive områdene hvor de har identifisert risikoeksponering.

Vi vil benytte samme oppbygning som tidligere i oppgaven og presentere funnen innenfor henholdsvis; *markedsrisiko*, *kredittrisiko* og *likviditetsrisiko*. Vi presenterer hvert av risikoområdene med informasjon fra selskapets årsrapporter og deretter informasjon vi har funnet av interesse og relevans fra intervju med Thomas Kvalevåg. Vi vil benytte årsrapporter for både Skretting AS og Nutreco N.V. Funnene vi presenterer fra årsrapportene vil i hovedsak være fra de to siste regnskapsårene, 2012 og 2013. Noen av spørsmålene fra dybdeintervjuet vi fant interessante, men ikke fikk tilstrekkelig utfyllende svar på, har vi fått ettersendt per e-post. I tillegg til dette har vi gjennomført et oppfølgingsintervju med økonomidirektøren i Skretting Norge, Håvard Walde. Denne informasjonen vil vi benytte der vi ser det relevant og av interesse for oppgaven. Dette vil vi presisere underveis. Gjennom datainnsamling fra de ovennevnte kildene, mener vi at vi har tilegnet oss en god forståelse og innsikt om hvilke risikofaktorer Skretting AS har størst fokus på og hvordan de forholder seg til disse. Forhåpentligvis vil dette gi oss et tilstrekkelig nyansert bilde og en forståelse av selskapets risikoomfang slik at vi videre gjennom å analysere disse funnen kan komme frem til en konklusjon på problemstillingen vår.

4.1 Finansielle risikofaktorer

4.1.1 Spesifikk Markedsrisiko

I teorikapitlet redegjorde vi for de generelle typene markedsrisiko. En generell markedsrisiko omhandler risiko tilknyttet det å ha eiendeler eller forpliktelser i for eksempel valuta, renter og råvarer. En spesifikk markedsrisiko vil ofte være tilfeller av markedsrisiko som ikke direkte er tilknyttet slike markeder. Som vi har presisert i problemstillingen vil vi undersøke risikoen for Skretting AS ved at deres største kunde Marine Harvest bygger sin egen fôrfabrikk. Dette er en spesifikk markedsrisiko og vi vil i det følgende presentere den dataen vi har funnet av interesse for å belyse dette.

Fra årsrapporten (Nutreco):

Nutreco presiserer i sin årsrapport at de innenfor fiskefôrproduksjon er utsatt for ”*Customer concentration risk*”; de definerer denne risikoen slik:

” The risk that Nutreco becomes dependent on a small number of major customers ”

Innenfor fiskefôr uttrykker de at selskapet i stor grad er avhengige av et fåtall kunder som utgjør store deler av den totale inntekten. Videre skriver de at den aller viktigste kunden innenfor fiskefôr, Marine Harvest, utgjør i underkant av 10% av Nutrecos totale inntekter og at halvparten av disse inntektene er et resultat av salg av fôr til Marine Harvest i Norge. For å sette dette i perspektiv var Nutrecos totale inntekter på 5,237 milliarder euro i 2013. I årsrapporten skriver de at Marine Harvest offentliggjorde en beslutningen om å bygge en egen fabrikk for produksjon av laksefôr i Norge innen 2014, denne skal kunne produsere 220.000 tonn årlig. Dette vil dekke rundt 50% av Marine Harvests fôr-behov i Norge.

Det kommer frem av årsrapporten at i Norge var det et behov på 1,8 millioner tonn fiskefôr i 2013. Den gjennomsnittlig veksten på lang sikt er estimert til 5% årlig, dette vil tilsvare rundt 100.000 tonn i årlig vekst. Det blir poengtert at Marine Harvests nye fabrikk på 220.000 tonn er en etterspørsel som forsvinner fra markedet og at dette tilsvarer en 2-årlig vekst i markedet.

I Nutrecos årsrapport kan vi lese at de har gjort tiltak ved å øke salget til andre kunder i Norge. I forhold til avhengigheten av et fåtall store kunder understrekes viktigheten ved å diversifisere. De sikter til en strategi om å øke andelen i andre typer fiskefôr en laksefôr, de vil øke denne andelen fra 28% til 50%.

Fra intervjuet (Kvalevåg):

Fra intervjuet kommer det frem at bransjen er preget av en høy konkurranse med få tilbydere, de største er Skretting og EWOS. Kvalevåg presiserer at det er viktig for Skretting og ha en markedsledende posisjon og at høye volum er essensielt i en slik lavmarginsbransje. Skretting ønsker å være en fortrukket leverandør som oppnås ved langvarige relasjoner med kunder, der det er blitt levert kvalitetsvarer over tid, dette vil kunne gi fordeler i en anbudsrunde.

Det kommer frem av intervjuet at Marine Harvests nye fabrikk i Bjugn gjør utslag i bransjen. Det er spesielt at Marine Harvest starter med fôrproduksjon siden de er et oppdrettsselskap og

ikke en rendyrket fôrleverandør. Ved at Marine Harvest starter produksjon av eget fôr vil det frie markedet bli mindre. Kvalevåg poengterer at det volumet som forsvinner fra markedet, har Skretting kjempet med andre leverandører om. Marine Harvest er Skrettings største kunde, så det er ingen tvil om at dette er betydelig. Fabrikken Marine Harvest skal bygge, vil kunne produsere 220.000 tonn i året og det totale markedet er per dags dato på 1,8 millioner tonn. Dette understreker Kvalevåg at ikke er en ekstremt stor fabrikk i forhold til totalmarkedet og at det i tillegg er en stor vekst i markedet. Men at det vil ta 1 - 2 år før Skretting er tilbake der de var med tanke på salgsvolum.

Av intervjuet kommer også det frem at det til nå har vært relativt rene oppdrettsselskaper som kjøper fôret av rene fôrprodusenter. Det er en ny utvikling at et oppdrettsselskap skal begynne å produsere sitt eget fôr. Om det viser seg at Marine Harvests nye fabrikk blir vellykket er det en mulighet for at de velger å bygge flere fabrikker. Kvalevåg presiserer at det er en komplisert logistikk bak fôrproduksjon og at det ligger mye kunnskap i det å produsere selve fôret. Han nevner at Skretting bruker 100 millioner kroner i året på forskning gjennom selskapet Skretting Aquaculture Research Centre AS (ARC). Denne forskningen er et verktøy Skretting bruker med tanke på å være markedsledende i fôrbransjen.

Fra årsrapport (Skretting):

Det kommer frem av årsrapporten at Skretting solgte i 622.624 tonn fiskefôr, dette er over 6% høyere enn året før. Økningen skyldtes først og fremst en vekst i totalmarkedet sammenlignet med året før. Det kommer også frem at det ble solgt 1.664.400 tonn i Norge (1.508.900 året før). Markedet har vært preget av sterk konkurranse og Skretting hadde en noe lavere markedsandel sammenlignet med tidligere, det er likevel solgt mer fôr en noen gang.

Selskapets virksomhet i forskning og utvikling ivaretas av datterselskapet Skretting ARC. I 2012 utgjorde denne utgiften 29,2 millioner fra datterselskapet.

4.1.2 Generell Markedsrisiko

Valutarisiko

Fra intervju (Kvalebåg):

Kvalebåg sier at Skretting kjøper råvarer for om lag fem milliarder. Av dette blir et grovt anslag på 75% av råvarekjøpene handlet i utenlandsk valuta, hovedsakelig i euro og amerikanske dollar. Det er ved råvarekjøp at valutarisikoen for Skretting er reell. Siden det er snakk om så store beløp for innkjøp vil et volatilt valutamarked eksponere Skretting for potensielt store tap. Skretting terminsikker valuta for å redusere valutarisikoen. Dette blir gjort i samsvar med de planlagte råvarekjøpene. Det foreligger ingen betydelig valutarisiko ved salg av ferdigvarer siden kundene stort sett er norske og betaler i norske kroner.

Fra årsrapport (Skretting):

Skretting skriver at de har en begrenset valutaeksponering selv om selskapet foretar store transaksjon i spesielt amerikanske dollar og euro. Dette begrunnes med at de har inngått avtaler med alle kunder om at kvartalsvis terminsikring av sentrale valutaeksponeringer er reflektert i produktprisene. Av årsrapporten kommer det også frem at per 31.12.2012 har selskapet følgende verdier i terminkontrakter med forfall frem i tid:

- 70.000.000 USD
- 52.000.000 EUR

Fra intervju (Walde):

Walde forteller at når Skretting skal sikre seg mot valutarisiko benytter de seg av terminavtaler gjennom Nutreco's internbank. Før de inngår terminavtalene blir det gjort estimater for hvor mye valuta de trenger. Utgangspunktet for estimatet er det høyeste forventede førsalget, videre estimerer de råvarebehovet og prisen på råvarene. Det er for råvarekjøp de benytter seg av utenlandsk valuta. Når de vet råvarebehovet vet de hvor mye utenlandsk valuta de har behov for. Walde presiserer også at det er amerikanske dollar og euro som utgjør det største andelen av valutabehovet. De terminsikker valutabehovet for det kommende kvartal. Ut i fra vekslingskursen de får av internbanken vet de hva råvarene vil koste dem for det kommende kvartal. Walde forteller at de sikrer seg fullt ved å terminsikre alt av valutahandel ut i fra det høyeste estimerte salget. Walde forteller at det er ofte at estimatene slår feil og enkelte ganger kan det være store differanser mellom estimatene og de

virkelige tallene. Han forteller at om de får en ny kontrakt og må levere mer før enn de har estimert, må de kjøpe valuta til en ny pris. Dette utgjør en risiko om valutaen har blitt dyrere mot den norske kronen. Om de har kontrakter på pris vil de bære tapet av valutaen. Han presiserer at å ha gode prognoser for salgsmengde og råvareforbruk er veldig viktig for å eliminere risiko i størst grad. Han forteller også at det kun er for råvare at det eksisterer valutarisiko siden Skretting har inntekter i norske kroner.

Råvarerisiko

Fra intervju (Kvalevåg):

På e-post (vedlegg 2) skriver Kvalevåg:

”Prisen på råvarer er med på å bestemme prisen på det produserte fôret, og dermed prisen som kan tilbys til kundene. Råvarene som brukes blir omsatt i et fritt marked, og beveger seg hele tiden opp og ned i henhold til tilbud og etterspørsel”

I intervjuet følger Kvalevåg opp dette med å si at Skretting i stor grad er eksponert for råvarerisiko da de kjøper råvarer for om lag 4,5 - 5 milliarder i løpet av ett år. Den største andelen av dette er rapsolje og soya. For å redusere risiko for både pris og tilgjengelighet, kjøper de råvarer i forkant. Som oftest kjøper de inn råvarer som skal dekke behovet for det kommende kvartal.

Skretting anvender kost-pluss-metoden for å sikre seg mot de volatile råvareprisene. Det vil si at de inngår en avtale med sine kunder, der kunden må betale det fôret koster og produsere i tillegg til en rimelig margin. Prisen på fôret avhenger i størst grad av råvarekostnader og produksjonskostnader. Ved å bruke denne metoden sikrer Skretting seg mot råvarerisiko i stor grad. Men Kvalevåg presiserer også at Skretting er opptatt av å være konkurransedyktig på pris og sikrer derfor råvarene for det kommende kvartal slik at kundene får en best mulig pris.

Fra intervju (Walde):

Av intervjuet kommer det fram at Skretting kjøper råvarer i utenlandsk valuta, for det meste euro og amerikanske dollar. De sikrer selve råvareprisen ved å inngå rammekontrakter med råvareleverandørene. Videre kommer det frem at disse rammekontraktene er gjeldende fra rundt seks måneder til et år av gangen. Når de kommer frem til hva som skal trekkes av rammekontraktene for det neste kvartalet og blir enig om pris. Prisen de kommer frem til vil

da være prisen for kvartalet og har da en forutsigbarhet. Walde påpeker at om de skal endre produksjonsvolumet, vil de ikke gå inn i spotmarkedet for å kjøpe råvarer. Siden de har en bakenforliggende kontrakt med leverandørene om pris og volum. Men han forteller også at om de velger å ta inn mer volum kan det medføre at de må benytte en kontrakt som er dyrere, vil dette påvirke snittprisen på råvarene. Han påpeker at et økt volum vil kunne være et resultat av at de har fått nye markedsandeler som dermed ikke var med i det estimerte salgsvolumet. Dermed øker råvarebehovet og de må benytte seg av de bakkeforliggende kontraktene som vil kunne medføre en økt råvarepris.

Renterisiko

Fra årsrapport (Skretting):

Av balanseregnskapet 2012 ser vi at Skretting har gjeld på 903 millioner til morselskapet Nutreco N.V. og 199 millioner til Skretting Eiendom AS der Skretting AS eier 100% av aksjene. De skriver i årsrapporten at de er eksponert for endringer i rentenivået, da denne gjelden har flytende rente. Skretting AS innehar ingen gjeld til bankinstitusjoner eller andre eksterne aktører. Dette understreker det som blir uttalt om den begrensede likviditetsrisikoen og at morselskapet ivaretar den langsiktige finansieringen. Betingelsene for gjelden på til sammen 1,1 milliard er fastsatt til *1 måneds NIBOR + 1%*.

4.1.3 Kredittrisiko

Fra intervju (Kvalevåg):

Om kredittrisiko sier Kvalevåg at dette er et viktig risikoområde for Skretting, som det legges mye ressurser i. De har vanligvis et sted rundt en milliard utestående i kundefordringer. Han poengterer viktigheten av denne risikoeksponeringen med å si at dette er et potensielt tap på en milliard. Kredittrisikoen for Skretting korrelerer med lakseprisene og da spesielt over et lengere tidsperspektiv. Dette er fordi lakseprisene er avgjørende for lønnsomheten til Skrettings kunder. Når lakseprisen er lav, kan kundene få problemer med å betale for fôret. Primært har Skretting 30 dagers kredittid for sine kunder. Om de ønsker en lengere betalingsutsettelse vil Skretting kreve en form for sikkerhet. Dette kan være i form av for eksempel pant i verdier eller fisk. Utestående fordringer blir fulgt opp daglig. Dersom en kunde ikke har overholdt sin betalingsforpliktelse, vil de ikke få tilsendt nye leveranser uten at det har vært en dialog med kunden. Kvalevåg sier videre at fôret er svært viktig for kundene til Skretting. Uten fôr vil ikke fisken vokse og i verste fall dø, derfor er kundene

avhengig av fôret og følgelig blir Skretting en viktig kreditor. Skretting kjenner de aller fleste kundene godt gjennom lange relasjoner. De følger markedet tett, og har god kontroll på hva som rører seg i markedet. Dersom de får nye kunder, eller kunder ønsker utvidede kreditter, behandles disse på grunnlag av oppdaterte regnskapstall og blir nøye vurdert. I tillegg benytter Skretting seg av kredittforsikringer, som er med på å redusere kredittrisikoen. Denne forsikringen sikrer at Skretting får tilbake en andel av en eventuelt tapt fordring. Om de selger fôr for 10 millioner kroner kan de forsikre dette beløpet. Om denne kunden ikke klarer å betale for seg eller er gått konkurs vil de få en andel av beløpet tilbake fra utsteder av forsikringen.

Fra årsrapport (Skretting):

I årsrapporten skriver Skretting at de er eksponert for kundenes økonomiske evner til å oppfylle sine forpliktelser. De ser at denne eksponeringen er redusert ved utgangen av 2012 i forhold til de siste år. Dette fordi den generelle økonomiske situasjonen i bransjen er noe mindre presset som følge av høyere laksepriser. De har etter en total risikovurdering en bokført delkrederavsetning for 18 millioner kroner. De skriver også under ”*utsikter*”, at lave laksepriser vil kunne ha en negativ påvirkning på lønnsomheten og soliditeten til oppdretterne og dermed kunne utgjøre en kredittrisiko ved vedvarende lave laksepriser. De skriver også at utviklingen av lakseprisene kan ha en betydelig påvirkning på tilbudet av laks og dermed etterspørselen etter fôr.

4.1.4 Likviditetsrisiko

Fra årsrapport (Skretting):

I årsrapporten skriver Skretting følgende om Likviditetsrisiko:

”Skretting har begrenset likviditetsrisiko. Langsiktig finansiering av selskapet er ivaretatt av selskapets morselskap slik at selskapets behov for ekstern finansiering er ubetydelig”

Likviditetsrisikoen Skretting er eksponert for, er som de sier her, ubetydelig. Fra intervjuet bekrefter Kvalevåg også at dette ikke er et risikoområdet de har fokus på da det blir ivaretatt av morselskapet. Vi ser det derfor naturlig, med den dataen som ligger til grunn, og ikke ta dette med til analyse for å studere det videre. Det er også i tråd med problemstillingen, hvor vi uttrykker at vi ønsker å undersøke de finansielle risikoene Skretting er utsatt for. Ifølge dataen

vi har funnet er ikke omfanget for likviditetsrisiko av et slikt omfang som gjør dette særlig relevant å drøfte videre.

4.1.5 Derivater

Fra årsrapport (Skretting):

I årsrapporten, note 1.12 sikring, skriver Skretting at selskapets finansavdeling foretar en vurdering av hvorvidt et derivat eller annet finansielt verktøy skal benyttes for ulike transaksjoner. Videre har selskapet flere kriterier for når de kan klassifisere et derivat eller annet finansielt instrument som et sikringsinstrument.

5.0 Analyse

I resultatkapitlet har vi presentert våre funn om hvordan Skretting vurderer og håndterer de finansielle risikofaktorene de anser som de mest kritiske for selskapets risikobilde. I dette kapitlet vil vi komme nærmere inn på hvordan de styrer, eller ikke styrer, disse risikofaktorene. Vi skal drøfte de forskjellige funnen vi har presentert i resultatkapitlet og komme med synspunkter på hvorfor Skretting sikrer seg mot de finansielle risikoområdene de har identifisert. Dette vil vi gjøre med utgangspunkt i teorien vi redegjorde for i kapittel 2. Til slutt skal vi forsøke å se om det kan trekkes noen paralleller med selskapets risikostyring opp mot COSO rammeverkets betraktning av helhetlig risikostyring.

5.1 Generelt

Slik vi forstår det etter å ha jobbet med årsrapporter fra Skretting Norge AS og Nutreco N.V. i tillegg til intervjuer med Skretting, reflekterer risikostyringsprosessen bransjens finansielle struktur. Risikoappetitten bærer preg av de lave marginene som fører til den lave toleransen for tap.

Selskapet har en egenkapitalandel på 24,7% i regnskapsåret 2012. Generelt sier egenkapitalandelen noe om en bedrifts toleranse for tap, men for Skretting mener vi på bakgrunn av det vi forstår av regnskapstallene at dette kan være et misvisende mål for tapstolleransen. Egenkapital er en residualpost som er bestemt av Skrettings øvrige drift. Ved en vurdering av bedriftens soliditet vil ikke egenkapitalandel eller egenkapital alene være et godt vurderingsgrunnlag. Dette må sees i sammenheng med bedriftens struktur og i et helhetlig bilde av Skretting og hvordan bransjen opererer. For Skretting blir en av de mest sentrale faktorene med tanke på soliditet, forholdet mellom innbetalinger av kundefordringer og utbetalinger av utestående leverandørgjeld. Dette forholdet vil vi analysere videre i kapitlet under *likviditetsrisiko*. Egenkapitalandelen blir også et dårlig mål for soliditet med tanke på at den langsiktig gjelden de har er interngjeld.

Skretting har en langsiktig gjeld på 1,1 milliard kroner med flytende rente. Av årsrapporten kommer det også frem at den langsiktige gjelden er etablert for å finansiere en ny investering i utvidelse av produksjonsanlegg for å øke produksjonskapasitet. For de fleste selskaper vil en misligholdelse av lånebetingelser få store konsekvenser. En av konsekvensene er hva en

bedrift vil signalisere ved å ikke innfri sine lånebetingelser. Men som vi har nevnt kommer det fram av årsrapport at Skretting ikke innehar noen likviditetsrisiko siden den langsiktige finansieringen er ivaretatt av morselskapet. Som et heleid datterselskap vil det være naturlig å se denne gjelden på et konsernnivå. Når man ser på gjelden fra et konsernnivå vil denne gjelden kun være en forflytning av økonomiske midler mellom enheter. Den langsiktige gjelden vil derfor ikke bære den risiko som et lån fra en bankinstitusjon vil gjøre. Gjennom intervjuet med Håvard Walde kommer det frem at siden bransjen opererer med lave marginer og lav risikotoleranse er det ikke behov for en stor egenkapitalandel. En leverandør vil ikke se på soliditeten til Skretting, men heller se på soliditeten til morselskapet.

Skretting har en solid økonomi, men vi ønsker uansett å drøfte hva likviditetsproblemer vil signalisere utad og hvordan en slik situasjon ville kunne påvirke Skretting.

Likviditetsproblemer vil bli oppfattet av aktører med tilknytning til Skretting. Spesielt i forhold til råvareleverandører vil dette kunne få direkte konsekvenser når det gjelder kontrakter og kreditt. Grunnet at fra en leverandørs ståsted vil dette bli oppfattet som en økt kredittrisiko. Skretting handler inn råvarer for om lag fem milliarder NOK årlig, og usikkerhet som berører dette vil derfor være kritisk. Det vil altså medføre store konsekvenser knyttet til en negativ utviklingen i selskapets omdømme, dette vil også oppfattes av deres kunder.

Kundene er helt avhengige av tilgang på fôr, uten fôr vil fisken i siste instans dø. En potensiell usikkerhet i Skrettings økonomiske situasjon vil være rødt flagg for kundene. Siden fôret blir priset ut i fra kost-pluss-metoden vil en utfordrende situasjon i forhold til Skrettings råvareleverandører kunne bli gjenspeilet i fôrprisene. Det vil kunne medføre at kundene ser til andre leverandører. Vi vil igjen nevne at Skretting ikke er utsatt for likviditetsproblemer. Men kundene er potensielt en del av risikoen for at likviditetsproblemer kan oppstå, grunnet at Skretting selger fôret på kreditt til sine kunder.

Det kommer frem av intervjuet at Skretting nesten til en hver tid har rundt en milliard kroner i utestående fordringer. Her kommer laksepriser inn som en indirekte risikofaktor for Skretting. Om lakseprisene kolliderer vil dette påvirke Skrettings kunder kraftig i form av at deres salgsinntektene går ned. Dette kan gi kundene problemer med å innfri de økonomiske forpliktelsene ovenfor Skretting. I intervjuet med Thomas Kvalevåg ble det påpekt at de utestående kundefordringen på en milliard potensielt kan være et tilsvarende tap. Vi vil også

presisere at lakseprisene er en faktor som Skretting i stor grad ikke kan påvirke. Lakseprisene blir som de fleste andre varer påvirket av tilbud og etterspørsel i tillegg til en rekke eksterne faktorer.

Det er flere faktorer Skretting er utsatt for som de ikke kan påvirke. Det kommer frem av intervjuet med Thomas Kvalevåg at fôrproduksjon til en vis grad sesongbasert. Sesongen er i stor grad påvirket av eksterne natur-/miljømessige faktorer, hovedsakelig temperaturen i sjø. En varmere temperatur i sjøen gjør at fisken spiser mye mer fôr, mens en kald sommer vil gjøre utslag i Skrettings resultat. Ved lavere temperaturer i sjøen vil Skretting selge et lavere volum. Vi har flere ganger nevnt at volum er viktig for fôrproduksjon siden de operer med lave marginer.

Som vi nevnte, er markedsveksten i fôrbransjen direkte relatert til veksten i oppdrettsnæringen, som igjen i grove trekk blir påvirket av matbehovet. En annen ekstern politisk faktor som påvirker markedsveksten i Norge ut i fra et mer kortsiktig syn er konsesjoner. Oppdrettsnæringen blir i Norge regulert av myndighetene gjennom at det blir utdelt konsesjoner på fiskemerder. Jo flere merder i sjøen, jo større er markedsbehovet for fôr. Dette er også en faktor Skretting i liten grad har mulighet til å påvirke.

I intervjuet kommer det frem at hver enkelt avdeling tar seg av risikostyring for sine egne områder. Dette kan vi knytte opp mot kapittel 2.6 i teorikapitlet som tar utgangspunkt i *rethinking risk management* av Renè Stulz. Selskaper begynner i stor grad å gå bort i fra full sikring til fordel for en selektiv sikringsportefølje. Et selskap kan ikke forvente å gjøre gode sikringer basert på informasjon som er tilgjengelig for alle. En slik posisjon kan kun forsvares ved at selskapet er i besittelse av omfattende kunnskaper og spesialisert informasjon som ofte tilegnes gjennom å operer i et marked over lengre tid. Skretting har vært i fôrbransjen i over 100 år og har utvilsomt opparbeidet en unik kompetanse innenfor sitt felt. De ulike risikofaktorene blir i Skretting håndtert av avdelingene som jobber innenfor feltene der risikoen ligger. Skrettings sikringsstrategi er i aller høyeste grad å sikre fult. Med tanke på at de sitter på mye erfaring og kompetanse, vil uansett ikke en selektiv sikringsportefølje kunne forsvares. Skretting opererer i en lavmarginsbransje, altså vil det være en høy risiko og unnlattelse av sikring vil være å drive med spekulasjon.

5.2 Sikringsmotivasjon

5.2.1 Spesifikk Markedsrisiko

Endringer i et marked som kan føre til økonomiske tap for en virksomhet kan defineres som markedsrisiko. I teorikapitlet delte vi markedsrisiko inn i to kategorier; generell og spesifikk. Vi skal videre ta for oss en spesifikk markedsrisiko. Skrettings AS står ovenfor en situasjon, nemlig at Marine Harvest ASA skal begynne å produsere 50% av deres eget fôrbehov i Norge ved en ny fabrikk i Bjugn. Vi vil analysere dette basert på intervjuet med Thomas Kvalevåg fra Skretting AS, årsrapporten til Nutreco N.V. og en analyse gjennomført av Rabobank International på oppdrag fra Nutreco N.V. (vedlegg 7). Analysen inneholder data fra markedet og det som angår Marine Harvests oppstart. Analysen er gjennomført 18. februar 2014. Vi vil undersøke hvordan den nye fabrikk til Marine Harvest påvirker Skretting i nærmeste fremtid og drøfte forskjellige utviklinger bransjen kan stå ovenfor. Vi skal analysere hvordan denne endringen i markedet vil kunne føre til eventuelle økonomiske tap for Skretting.

Oppdrettsselskapet Marine Harvest ASA (MHG) starter med produksjon av fôr til eget bruk i løpet av 2014. I kapittel 2.3.1 gjør vi rede for hvordan *eksterne* og *interne* hendelser må identifiseres for å se hvilke hendelser de kan gi opphav til. MHG vil være en ekstern økonomisk risikofaktor og vil få konsekvenser for Skretting AS som i dag selger store volum til MHG. Den nye fabrikk MHG bygger vil kunne produsere 220.000 tonn som utgjør rundt 50% av deres eget fôrbehovet. MHG har tidligere dekt hele fôrbehovet ved kjøp av fiskefôr fra Skretting. Markedet til de rendyrkede fôrproducentene i Norge vil da bli mindre. Fôrbransjen er sterkt preget av konkurranse og lave marginer og er derfor avhengig av å selge store volum for å tjene penger. De lave marginene kommer av at Skretting anvender kostpluss-metoden for å fastsette salgsprisen på fôret som innebærer at kundene må betale for de totale produksjonskostnadene i tillegg til en rimelig margin. Det faktum at Skretting er avhengig av å selge store volum gjør reduksjonen i salgsvolum kritisk. Vi vil videre analysere omfanget av salgsvolumet som nå forsvinner. I COSO vurderer man hendelser ut i fra *sannsynlighet* og *konsekvens*, vi vil som sagt analysere konsekvensen/omfanget av den nye fabrikk. Videre vil vi se på *sannsynlighet* og *konsekvens* for mulig risikoer med utspring fra den nye utviklingen. Vi vil ta utgangspunkt i de tre største aktørene i markedet: Skretting, EWOS og Biomar.

Finansiell risikostyring i Skretting AS

”Selv om det finnes flere mindre fôrleverandører, som blant annet Polarfeed og Havsbrún, regnes gjerne markedet for fiskefôr som et oligopol – med noen få (tre) store tilbydere og mange kjøpere.” (iLaks.no)

Det er store volum som nå forsvinner fra det norske markedet. For å sette omfanget i et perspektiv, var det totale behovet for markedet i 2013 på 1,8 millioner tonn i Norge før den nye fabrikken til MHG starter opp (vedlegg 7). Det vil si at mengden som nå forsvinner er over 12% av det totale markedsbehovet i Norge . Den gjennomsnittlige årlige produksjonskapasiteten for de tre største produsentene i Norge var i 2013 1,9 millioner tonn og fordelt slik vi illustrerer under:

Fôrprodusenter	Gjennomsnittlig Produksjonskapasitet (Tall i tonn) (2013)
Skretting	750.000
EWOS	750.000
Biomar	400.000
Total Kapasitet	1.900.000
Markedsbehov	1.800.000
Overkapasitet	100.000

Ut i fra tabellen ser vi at det var en overkapasitet i det norske markedet i 2013. Dette er året før MHG starter med fôrproduksjon. Overkapasiteten på 100.000 tonn året vil ikke være et godt utgangspunkt når man vet at et behov på 220.000 tonn vil forsvinne de kommende årene.

Som vi skriver i resultatkapitlet presiserer Nutreco i sin årsrapport at Skretting er avhengig av et fåtall store kunder og at dette utgjør en risiko. Ved at MHG starter å produsere eget fôr blir denne risikoen en realitet. Fôrbransjen er sterkt preget av konkurranse og kjemper konstant om nye kontrakter gjennom anbudsrunder om potensielle kunder. Det bekreftes gjennom intervjuet at kontraktene om å levere fôr til MHG er noe Skretting har kjempet med konkurrentene om. Når MHG starter produksjonen vil dette påvirker Skretting siden dette er en markedsandel de allerede innehar og mister.

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Det kommer fram av intervjuet og årsrapporten til Nutreco at de mener de vil være tilbake til samme salgsvolum etter to år. Dette begrunner de med at det er en gjennomsnittlig årlig vekst i markedet i Norge på 5% som utgjør 100.000 tonn i årlig vekst i etterspørselen. Om Skretting skal ta igjen andelen på 220.000 tonn på to år med en gjennomsnittlig årlig vekst på 100.000 tonn, vil dette indirekte si at de forventer å ta alle nye andeler i markedet. Dette er noe vi stilte oss kritisk til og skal drøfte videre. Å få alle nye markedsandeler i et så konkurransepreget marked kan virker overambisiøst. Men dette vil være avhengig av faktorer som at konkurrentene ikke har en stor nok ledig produksjonskapasitet og at det kan forekomme en høyere markedsvekst enn forventet.

Utsiktene for veksten i markedet i 2014 ser ut til å være lovende, i analysen fra Rabobank International (vedlegg 7) er det estimert en vekst i markedet på 180.000 tonn. Dette tilsvarer en vekst på nesten 10%. I tabellen under tar vi høyde for den estimerte veksten i markedet og oppstarten til den nye fabrikken til MHG.

Fôrprodusenter	Gjennomsnittlig Produksjonskapasitet (Tall i tonn)(2014)
Skretting	750.000
EWOS	750.000
Biomar	400.000
Total Kapasitet	1.900.000
Markedsbehov 2013	1.800.000
Estimert vekst 2014	180.000
Markedsbehov 2014	1.980.000
Marine Harvest	(100.000)
Egentlig Behov	1.880.000
Overkapasitet	20

For 2014 blir det estimert at den nye fabrikken til Marine Harvest kan produsere 100.000 tonn, dette er fordi at fabrikken ikke vil være operativ fra starten av året. Det er også basert på at en nylig oppstartet fabrikk sannsynligvis ikke vil produsere optimalt første året. Det

Finansiell risikostyring i Skretting AS

kommer også frem av tabellen at den ledige produksjonskapasiteten i det norske markedet i 2014 vil gå ned sammenlignet med året før, på grunn av den kraftige forventede veksten i markedsbehovet. For Skretting ser vi at salgsvolumet til MHG vil reduseres gradvis i motsetning til at hele salgsvolumet forsvinner på samme tidspunkt. Skretting vil da få et lengre tidsperspektiv på å fylle den ledige kapasiteten, altså en gradvis nedtrapping. Om vi antar at den estimerte markedsveksten blir realitet, vil det være et godt tidspunkt for Skretting når en slik hendelse først skulle inntreffe. Den store markedsveksten vil gjøre det lettere å skaffe nye kontrakter og fylle den ledige produksjonskapasiteten Skretting vil ha.

Som nevnt tidligere er den årlige gjennomsnittlige markedsveksten for fiskefôrproduksjon i Norge estimert til 5%. Vi vil videre basere oss på denne veksten. Vi forutsetter at den nye fabrikk til MHG opererer optimalt i 2015, det vil si en årlig produksjon på 220.000 tonn.

Fôrprodusenter	Gjennomsnittlig Produksjonskapasitet (Tall i tonn)(2015)
Skretting	750.000
EWOS	750.000
Biomar	400.000
Total Kapasitet	1.900.000
Markedsbehov 2014	1.980.000
Estimert vekst 2015	99.000
Markedsbehov 2015	2.079.000
Marine Harvest	(220.000)
Egentlig Behov	1.859.000
Overkapasitet	41

Tabellen ovenfor viser hvordan markedet vil se ut om MHG produserer optimalt i 2015. Det vil være en overkapasitet i markedet på 41 tonn. Overkapasiteten er ikke veldig betydelig i dette tilfellet. Med MHG i full drift vil det i 2015 være 220.000 tonn som forsvinner fra det frie markedet i Norge og dette er igjen en større mengde. Men når dette sees i sammenheng med den estimerte markedsveksten gjennom 2014 og 2015 vil det ikke være like kritisk.

Markedsveksten gjennom 2014 og 2015 vil til sammen tilsvare 279.000 tonn. Da vil den reelle veksten i markedet være 59.000 tonn over 2 år. Denne tabellen forutsetter at Skrettings konkurrenter ikke øker sin produksjonskapasitet. Gitt disse forutsetningene vil det altså være et økt behov som ikke kan fylles av konkurrentene.

Nutreco presiserer i sin årsrapport at innen fiskefôr er de i stor grad avhengige av et fåtall store kunder, og de bruker den nye fabrikken til MHG som eksempel på risikoen dette innebærer. Skretting Norge mister nå 50% av salget til MHG, og dette vil til slutt også resultere i at de ikke i like stor grad er så avhengig av de som kunde. På lang sikt vil det kunne være en positiv faktor; når den ledige kapasiteten er fylt opp med kontrakter fra andre kunder vil det kunne føre til en redusert avhengighet av enkeltkunder. I første omgang skal MHG produsere 50% av sitt eget fôrforbruk, men det er en risiko at de vil fortsette å bygge flere fabrikker. Om de bygger flere fabrikker vil de kunne ende opp med å produsere alt av eget behov i nærmeste framtid. MHG har allerede uttalt at de ønsker nye eiendommer for fôrfabrikker (iLaks.no). En markedsvekst for fôrprodusentene vil være et resultat av at det kommer nye aktører innen fiskeoppdrett og i tillegg til at fiskeoppdretterne som allerede operer i markedet ekspanderer ved at de får flere konsesjoner. MHG er en av de største innen fiskeoppdrett, om ikke den største globalt sett. Vi kan da forutsette at deler av markedsveksten er et resultat av at MHG utvider sin virksomhet. Om MHG skulle starte å produsere alt av sitt eget fôrbehov vil det også være en sannsynlighet for at de også vil utvide fôrproduksjonen i samsvar med veksten de opplever innenfor fiskeoppdrett.

Det er viktig å forstå hvorfor markedsveksten er så høy som den er. Omfanget av faktorene som påvirker dette er omfattende, men vi vil gjøre kort rede for de store linjene. I rapporten *"FISH TO 2030"* gjennomført av *Food and Agriculture Organization of the United Nations* kommer det frem at innen 2050 vil den globale populasjonen være 9 milliarder mennesker. Dette er en økning på 2 milliarder mennesker og behovet for mat vil da øke sammenhengende med befolkningsveksten. Det er forventet at innen 2030 vil oppdrettsfisk dekke 60% av all fisk som konsumeres av mennesker. Det er viktig å se de store linjene i markedsveksten siden det i Norge er fisk en stor eksportvare. For eksempel vil den høye befolkningsveksten i Kina påvirke fôrproduksjonen i Norge da de importerer norsk fisk (FAO). I intervjuet med Thomas Kvalevåg kommer det frem at for å produsere ett kilo fisk trengs det rundt 1.2 kilo fôr. Dette er veldig effektivt sammenlignet med andre alternativer som for eksempel oksekjøtt. Det er

det økte behovet for mat i tillegg til at fiskeoppdrett er bærekraftig som resulterer i den store veksten i markedet.

Det kan se ut som det kan bli endringer i strukturen mellom fiskefôrprodusenter og fiskeoppdretter. I første omgang mister Skretting et stort salgsvolum. Men om vi ser på denne situasjonen som en utvikling i bransjen vil dette kunne være et faresignal for alle rene fôrprodusenter. I denne oppgaven tar vi for oss Skretting Norge, men Skretting Global er et stort selskap og på lik linje med Marine Harvest og EWOS driver de virksomhet over hele verden. Om Marine Harvest opplever suksess med å produsere sitt eget fôr i Norge, kan det føre til en utvikling der de fortsetter med utbygging av fôrfabrikker i andre land de opererer i. Den nye fabrikken kan potensielt være starten på en global utvikling der fabrikken i Bjugn er et prøveprosjekt.

Det vil kunne være en synergieffekt for MHG når de produserer eget fôr. Når de kjøper fôr fra Skretting må de betale en margin i tillegg til produksjonskostnadene til Skretting. Når de produserer fôret selv vil de kunne øke verdiskapningen i selskapet ved at de slipper å betale andre aktører for å produsere fôret. Dette forutsetter at de klarer å produsere fôr like kostnadseffektivt som de rene fôrprodusentene.

Av intervjuet kommer det frem at det ligger mye forskning og erfaringer bak produksjonsprosessen. Produksjonen skal være mest mulig effektivt og samtidig produsere et produkt med høyest mulig kvalitet. Det ligger også en komplisert logistikk bak fôrproduksjon, som for eksempel innkjøp av råvarer til best mulig pris. Skretting har et stort nettverk, langvarige relasjoner med råvareleverandører og erfaringer innenfor råvarekjøp og logistikk. Dette er noe de har opparbeidet seg gjennom over 100 år i bransjen. Det er vanlig i bransjen at bedriftene holder oppskriftene og produksjonsprosessen hemmelig, i motsetning til produksjon av mat til mennesker der man er pliktig til å oppgi hva som inngår i maten (iLaks.no). Alle disse faktorene innenfor produksjon og logistikk vil være et fortrinn Skretting har. MHG må tilegne seg disse erfaringene og kunnskapene, eller eventuelt kjøpe kompetanse består av feltene. MHG var i forhandlinger om oppkjøp av Cermaq ASA som blant annet inneholder den nest største fôrprodusenten i markedet, EWOS. De fikk til slutt ikke kjøpt opp Cermaq (iLaks.no). Om salget hadde blitt en realitet ville de hatt kompetanse på fôrproduksjon gjennom et eierskap av EWOS. Siden salget ikke ble en realitet valgte de å starte opp en egen fabrikk og må bygge opp en kompetanse fra bunn. Når de først har

Finansiell risikostyring i Skretting AS

tilegnet seg kunnskapen og kontaktene i bransjen vil det gjøre det lettere og starte opp flere fabrikker. Det kan også tenkes at flere oppdrettsselskaper vil gjøre det samme om de ser at MHG oppnår suksess.

Vi vil si at dette er en alvorlig situasjon for Skretting. Vi kunne lese fra årsrapporten til Nutreco at de jobber hardt med å fylle kapasiteten etter Marine Harvest. Skretting vil nok oppleve noe ledig kapasitet i løpet av de neste to årene, men situasjonen er helt klart ikke like kritisk som vi antok da vi startet å undersøke dette. Men om Marine Harvest fortsetter å bygge fabrikker kan risikoen bli av mye større betydning. Grunnen til at denne fabrikken som nå bygges ikke utgjør en like stor trussel slik vi først antok ser ut til å ha en sammenheng med at forventet markedsvekst i 2014 vil motvirke dette. Om Marine Harvest bygger flere fabrikker, som de har gitt signaler om, vil omfanget potensielt være noe større. Om de bygger neste fabrikk i en periode der markedsveksten er lav vil det kunne forsterke denne utfordring. Det positive vi ser med denne hendelsen er at Skretting får muligheten til å redusere avhengigheten av sin største kunde. Dette vil de kunne oppnå når de skal fylle den ledige kapasiteten etter Marine Harvest ved å spre de volumet til forskjellige kunder.

Det er helt klart tendenser til en skummel utvikling i bransjen for rendyrkede fôrprodusenter som Skretting. Om denne utviklingen blir et faktum kan det bli tøffe tider for Skretting og alle andre fôrprodusenter. Men slik dette bildet ser ut i dag vil det ikke føre til noen finansielle tap som truer Skretting.

5.2.2 Generell Markedsrisiko

Valutarisiko

Skretting er eksponert for valutarisiko gjennom sin virksomhet. Hovedsakelig da de kjøper råvarer for 4,5 - 5 milliarder i året, og mesteparten av dette er i utenlandsk valuta. De kjøper råvarer i euro (EUR) og amerikanske dollar (USD). På inntektssiden er de langt mindre eksponert for valutarisiko siden det geografiske hovedområdet for salg er Norge, og utgjør 99% av totale inntekter. Dette vil dermed ikke gjøre det mulig å motvirke eksponeringen på kostnadssiden med inntektssiden. Altså er det ved råvarekjøp at valutarisikoen for selskapet er reell siden et volatilt valutamarked vil utgjøre en risiko for tap. I regnskapet 2012 ser vi at de har en varekostnad på 4,7 milliarder. Dette viser at det er snakk om enorme summer og understreker viktigheten med at et godt sikringsarbeid er svært relevant for Skretting. Mange av faktorene som påvirker volatiliteten i valuta vil være de samme man finner for råvarerisiko. Dette vil ha utspring fra det COSO omtaler som eksterne faktorer. Videre vil vi benytte begrepet makroomgivelser om disse faktorene når vi skal vise hvordan dette henger sammen med risikoen Skretting er eksponert for. Dette vil være motivasjonen for å håndtere disse risikoene. Imidlertid vil vi nøye oss med å vise dette for råvarerisiko i neste del.

For å se hvordan Skretting håndterer valutaeksponeringen må en se denne prosessen i en sammenheng. Selskapet har inngått avtaler med alle kunder om at kvartalsvis terminsikring av sentrale valutaeksponeringer reflekteres i produktprisene. Dette betyr at de har avtale med kundene om at fôrprisen reguleres hvert kvartal i tråd med forventet råvarekostnader. Altså forventet kjøp som Skretting må foreta for å dekke det behovet kundene etterspør. De forventede kjøpene av råvarer vil si hvor mye EUR og USD de vil ha behov for. Når de vet hvor mye valuta de trenger for å dekke innkjøpet neste kvartal, henvender selskapet seg til internbanken i Nurtreco, morselskapet, og foretar terminhandel. De inngår terminkontrakter for å redusere risiko for hele behovet de har estimert at de trenger å kjøpe råvarer for i utenlandsk valuta, altså full sikring på bakgrunn av prognosene som er utarbeidet. Når selskapet har tegnet terminkontrakter vet de hva vekslingskursen vil være. For eksempel estimerer de at de trenger å veksle norske kroner (NOK) slik at de har 100 millioner dollar. Dette er igjen for å dekke det råvarekjøpet de må gjøre for det kommende kvartalet. Da inngår de terminkontrakt for å veksle 100 millioner USD slik at de har en fast vekslingskurs. Ved å terminsikre valutaen kan de benytte det for å beregne hva råvarekostnadene vil bli neste kvartal i norske kroner. Som vi har nevnt tidligere benytter Skretting seg av kost-pluss-

metoden, slik at kundene betaler for hva råvarene koster, pluss en rimelig margin. Ved å terminsikre valutaen vet de også hvilken pris de må betale for råvarene. Ved hjelp av dette vil de kunne vite hvilken pris fôret skal ha. Visst alt viser seg å være i tråd med de prognosene som er utarbeidet og de har estimert rett mengde råvarer som blir forbrukt det kommende kvartal riktig, vil ikke Skretting være eksponert for noen valutarisiko. De har da klart å lukke all risiko.

Dersom de tar feil i sine estimater og må kjøpe mer, eller behovet er mindre, så vil de være eksponert for den delen de bommer med. I intervjuet forteller Håvard Walde at de aldri vet sikkert hvor mye fôr kundene deres vil ha behov for det neste kvartal, og at de dermed alltid vil bomme med sine estimater. Denne markedsrisikoen som de er eksponert for og som her slår ut i valutarisiko vil være for den delen de har feilestimert. Dette vil være den eneste valutarisikoen de er eksponert for. Så gitt de store kjøpene og den enorme utgiften de har i utenlandsk valuta så klarer de å lukke det aller meste av den risikoen slik ar de står igjen med lite avvik fra dette. Altså ser vi at den gjenværende risikoen etter tiltak er iverksatt kan regnes som liten. Vi vil likevel gi et eksempel på den gjenværende risikoen de står igjen med.

Dersom det hadde planlagt å kjøpe 100 millioner USD, og terminsikrer den til en kurs 6 NOK. Så viser deg seg når en kommer gjennom kvartalet at markedet eksploderer og de tar inn mer og nye markedsandeler. Som følge av det vil de selge mer fôr, og vil ha behov for å kjøpe råvarer for eksempel for 150 millioner dollar. I mellomtiden har kursen steget til 7 NOK, og vil ha behov for 50 millioner USD som koster en krone mer. Det innebærer et tap siden kontrakten med kundene fortsatt er gjeldende. Altså, dersom de bommer på estimatene for salg kommende kvartal og kursene endrer seg, vil de være eksponert for valutarisiko, men dette vil være av mindre omfang.

Råvarerisiko

Når vi presenterte råvarerisiko i resultatkapitlet så vi at dette som ved valutarisiko, reflekteres av de store mengdene råvarer som inngår i virksomheten til Skretting. Det er i hovedsak rapsolje og soya som utgjør den største andelen av råvarene for videre tilvirkning av fôret. Disse råvarene blir omsatt i et fritt markedet slik at prisene og tilgjengelighet påvirkes av tilbud og etterspørsel i markedet. Det er mange ulike makroforhold som for eksempel økonomiske nedgangstider, naturkatastrofer og politisk uro som kan påvirke volatiliteten på råvareprisene og slike markeder.

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Figuren nedenfor viser hvordan prisene har endret seg over de ti siste årene for rapsolje og dramatisk i forbindelse med finanskrisens utbrudd i 2008. Dette illustrerer hvordan endringer i eksterne forhold kan påvirke selskapets kostnader for rapsolje og utover virksomhetens evne til å påvirke disse.

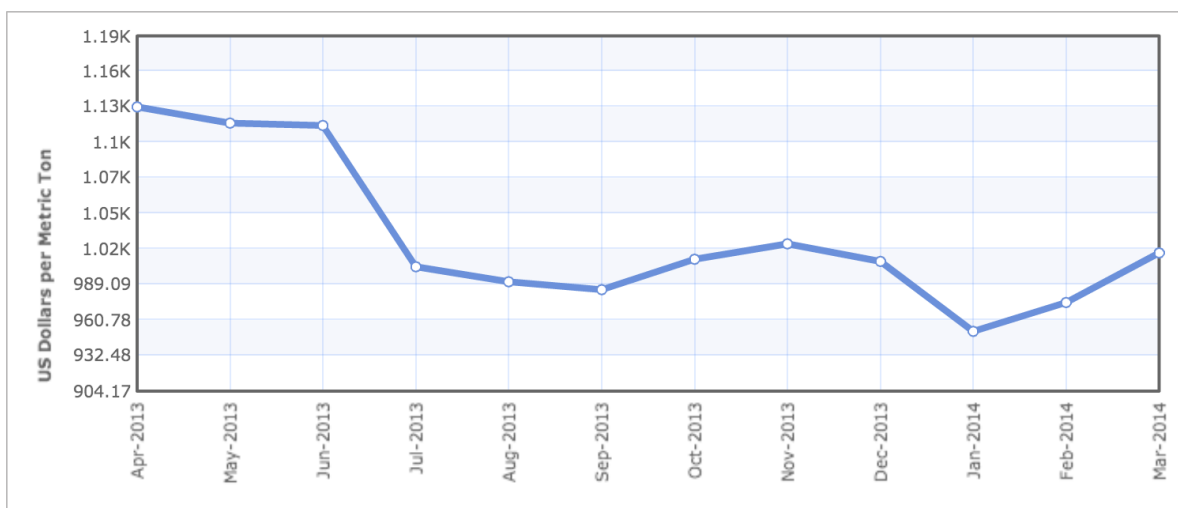
Figur 5.1: Rapsoljepris de siste 10 årene



Kilde: Utarbeid av Indexmundi på grunnlag av data fra International Monetary Fund

Dersom vi ser på prisutviklingen innenfor en kortere tidsperiode, vil det understreke viktigheten med å vie oppmerksomhet for eksponeringen i råvarerisikoen. Nedenfor ser vi figur over prisutviklingen for rapsolje de 12 siste månedene som bekrefter dette.

Figur 5.2: Rapsoljepris de siste 12 månedene



Kilde: Utarbeid av Indexmundi på grunnlag av data fra International Monetary Fund

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Siden rapsolje og soya utvinnes av planter, vil klimatiske forhold kunne gi dårlige avlinger og dermed redusere tilgjengeligheten. Dette vil forårsake at det blir en knapp ressurs i forhold til etterspørselen i markedet. Dersom en ressurs blir knapp vil prisen øke som en konsekvens av at tilbydere av råvarene vil tilpasse seg annerledes da etterspørselen øker. På denne måten kan makroforhold, som i dette tilfellet klima, medfører en råvarerisiko for Skretting med hensyn på volatilitet over kortere tidsperspektiv. Dette er et eksempel på en hendelse Skretting står ovenfor med utspring fra en ekstern faktor, eller det vi her refererer til som et makroforhold.

Råvarepriser er sterkt påvirket av ulike makroforhold som vi har presisert ovenfor, og vil derfor påvirke kostnadsbildet til virksomheten. Dersom det ikke sikres mot volatilitet i råvarepriser vil de gå glipp av potensielle besparelser i kostandene sine. Selv om det potensielt er kundene som kunne bære dette tapet etter kost-pluss-metoden, er Skretting avhengig av å holde kostnadene på innsatsfaktorene så lave som mulig for å kunne være konkurransedyktige på pris ovenfor sine kunder.

I et konkurranseutsatt marked er det viktig å være konkurransedyktig på pris. Vi vil derfor gi en nærmere og mer konkret forståelse for hvordan prisendringene i rapsolje kan påvirke prisen Skretting kan tilby sine kunder. Dette fordi det vil understreke viktigheten med et godt sikringsarbeid. Dette vil vi gjøre ved å konstruere et forenklet regnestykke. Fra resultatkapitlet får vi vite at Skretting kjøper omkring 100 tusen metric tonn (MT) rapsolje per år. Videre tar vi utgangspunkt i høyeste, laveste og gjennomsnittlig notering av rapsolje (rapeseed oil) i tidsperioden fra de siste 12 månedene, som er henholdsvis 1130, 951, 1025 (indexmundi). Vi benytter en valutakurs på 5,877 som er gjennomsnittlig dollarkurs, beregnet av daglig notering, for 2013 (Norges Bank). Med disse forutsetningene for vi et regnstykke basert på høyeste, laveste og gjennomsnittlig notering av soyapriser når dollarkurs og mengde holdes konstant som følger:

Høyeste pris: $100.000 \text{ MT} \cdot 1130 \text{ USD} \cdot 5,877 \text{ NOK/USD} = 664.101.000 \text{ NOK}$

Laveste pris: $100.000 \text{ MT} \cdot 951 \text{ USD} \cdot 5,877 \text{ NOK/USD} = 558.902.700 \text{ NOK}$

Gjennomsnitt: $100.000 \text{ MT} \cdot 1025 \text{ USD} \cdot 5,877 \text{ NOK/USD} = 602.392.500 \text{ NOK}$

Eksemplet her er forenklet for å kunne illustrere omfanget av svingningen i råvarepriser. Vi har forutsatt at rapsoljen er kjøpt til en konstant kurs, beregnet ut ifra gjennomsnittlig dollarkurs. Denne kursen reflekterer ikke virkeligheten eller hva Skretting har betalt for

råvarene. Ovenfor sier vi at Skretting sikrer valuta ved å benytte terminkontrakter for å redusere valutaeksponeringen. Slik at de vil vite hva slags vekslingskurs de har for de råvarekjøpene de skal gjøre. På samme måte kan en si at de har en konstant kurs inntil en viss mengde valuta, og innenfor terminkontraktens løpetid. Dette viser at valutaeksponering og råvareeksponeringen henger sammen. Dersom en kjøper råvarer i et globalt marked vil man være eksponert for både valutarisiko da man må betale i fremmed valuta, og råvarerisiko slik vi har illustrert ovenfor. Selv om dette henger sammen vil det ofte være at en må identifisere og håndtere disse risikofaktorer hver for seg. Videre skal vi se hvordan dette vil påvirke kostnadsbildet.

Av regnestykket over ser vi at høyeste og laveste notering i rapsoljeprisen gir en differanse på 105 millioner NOK. Differansen vil reflektere beste og verste scenario for hvilken pris Skretting må betale for råvaren, og dermed hvilken pris de kan tilby sine kunder. Tar man utgangspunkt i gjennomsnittlig notering mot laveste- og høyeste notering, vil dette regnestykket forbedre råvarekostnadene med at de vil bli 61,7 millioner lavere, eller forverre råvarekostnadene med at de vil bli 42,5 millioner høyere. Rapsolje utgjør ikke hele andelen av de totale råvarene, slik at en må ta høyde for at tallene for råvarer samlet vil ha ytterligere større omfang. Vi ser at eksponeringen for volatile råvarepriser er en reell risiko, og gjennom eksemplet illustreres viktigheten av rapsoljepriser for Skretting, og hvordan dette vil påvirke prisene de kan tilby kundene.

Ovenfor har vi vist hvordan Skretting er eksponert for råvarerisiko som følge av mengden råvarer de kjøper. Vi har beskrevet ulike makrofaktorer som fører til svingninger i prisene i råvarene og hvordan dette vil ha utslag for Skrettings kostnadsbilde. Vi mener dette gir en sterk motivasjon for å rette oppmerksomhet til disse forholdene og iverksette tiltak for å redusere denne risikoen. Videre skal vi se hvordan Skretting håndterer denne risikoen.

Skretting kjøper inn råvarer på vegne av oppdretterne i Norge. Siden fôrprisen reguleres i takt med hvordan råvareprisene varierer i markedet så ligger råvarerisikoen prinsipielt hos oppdretterne i Norge. Dette begrunnes med at fôrprisen de må betale er basert på det som til enhver tid er markedspris på de råvarene som ligger bak.

Skretting inngår ett- til toårs rammekontrakter med leverandørene sine. I disse rammekontrakter blir de enige med sine leverandører om hvilket volum og for hvilken pris de kan trekke av for på kontrakten. For eksempel 1000 euro per tonn. Da er dette prisen, slik at den vil ikke variere siden den er angitt av volumet. Skretting går ikke ut i spotmarkedet når må endre volumet, men de benytter da bakenforliggende kontrakter med leverandørene med angitt pris og volum. Disse er avtalt kvartalsvis. Imidlertid vil rekkefølgen på hvordan disse kontraktene fases inn og ut variere i takt med hvordan volumet varierer. Slik at det vil være at de må ta inn mer volum fra en kontrakt som for eksempel var dyrere eller billigere enn det snittet de hadde planlagt med. Så snitt råvarer vil heller aldri være eksakt slik en har estimert. Prisene på kontraktene vet de slik at det vil være volumet som slår ut her som den gjenværende risiko etter at det er gjort estimer og på bakgrunnen av disse tegnet rammekontrakter. Altså sikrer Skretting alt av det forventete råvareforbruket. Siden de kontantstrømsikrer alt råvarekjøp vil det være lite å hente for selskapet ved å spekulere i råvaremarkedene.

For å håndtere generell markedsrisiko, herunder råvarerisiko og valutarisiko opplever vi at det er viktig å ha innsikt i hvordan bransjen fungerer for å forstå hvordan de er eksponert og hvordan de kan håndtere dette.

Skretting er et rent driftsselskap i en lavmarginsbransje. De kjøper råvarer og tilvirker dette som fôr på vegen av sine kunder. Dette medfører at de indirekte er eksponert for råvarerisiko og valutarisiko. Disse risikofaktorene blir virkelig for Skretting i det de ikke er konkurransedyktig på pris eller kan tilby gode fôr- og ernæringsløsninger. Derfor ser vi at Skretting benytter en omfattende struktur av kontantstrøm sikring på bakgrunn av rammeavtaler med leverandører og kontrakter med kunder. For å kunne utarbeide disse kontraktene samt rammeavtalene må de estimere hvor mye volum de skal produsere i fremtiden. Altså ligger mye av forutsetningene for Skrettings risikostyring i hvor gode prognoser de klarer å lage. På bakgrunn av disse sikrer de alt gjennom kontantstrømmer. Når de vet hvor mye volum de skal selge vet de også hvor mye råvarer de har behov for. På den måten kan de terminsikre hele behovet de har for valuta. Skretting har en lav risikotoleranse som følger av at de har lave marginer. Det vil derfor være viktig for Skretting å identifisere risiko og lukke mest mulig av risikoeksponeringen. På bakgrunn av gode prognoser opplever vi at virksomheten vil lykkes med dette, slik at den gjenværende risikoen etter disse tiltakene er iverksatt og gjennomført er innenfor deres risikoappetitt.

Vi opplever at virksomheten har en lav risikoappetitt i driftsdelen og at de håndtere all risiko ved å redusere eksponeringen så mye som mulig. Vi har sett at det er viktig å se hele bedriften i en kontekst. Skretting forteller at de produserer på vegne av fiskeoppdretteren i Norge, og at det er viktig å kunne være konkurransedyktig på produkt. De er avhengig av volum slik at dette er viktig å se flere sammenhenger som knyttes til det finansielle risikostyringsarbeidet. I forskning og utdanning (FoU) opplever vi derfor en høyere risikoappetitt. Dette er viktig for selskapet å hele tiden utvikle seg. Derfor brukes det mye ressurser på dette uten noen sikring for hva en får igjen. Altså ser vi at FoU kan sees som en håndtering av risikoområdet for å bevare eller få nye kunder.

Renterisiko

Slik vi skriver i resultatkapitlet har Skretting en gjeld på 903 millioner til morselskapet og 199 millioner til Skretting Eiendom AS som er et datterselskap av Skretting AS. Denne gjelden bærer en flytende rente og lånebetingelsene er fastsatt til 1 måneds NIBOR + 1% på begge lånene. Alt av langsiktig gjeld klassifiseres som interngjeld. At Skretting kun sitter med langsiktig gjeld internt understreker det de skriver at de i svært liten grad er utsatt for likviditetsrisiko. Intern gjeld vil i en konsern-sammenheng være en forflytning av økonomiske midler innad i konsernet. Renten dette medbringer vil heller ikke gjøre noen direkte utslag i konsernregnskapet da renteinntektene for Nutreco elimineres mot rentekostnadene for Skretting. Slik vi forstår det vil ikke dette utgjøre en risiko, lånet er et resultat av en utbygging av Skrettings fabrikk på Averøy for å øke kapasiteten. Ved at morselskapet innfrir et slikt lån er det en indikasjon på at de har tro på selskapet og ønsker å investere i en videre vekst.

Som vi har nevnt er de interne lånene bare en forflytning av økonomiske midler når vi ser på de store linjene, og konsernet vil totalt sett ha samme verdi. Slik vi ser det vil et slikt lån ikke bære noen renterisiko, tvert i mot. Rentekostnadene er grunnlag for rentefradrag og vil virke skatteoptimaliserende for Skretting. For morselskapet vil dette resultere i økte skattekostnader i form av at renteinntekten. Men dette vil sannsynligvis også være skatteoptimaliserende for konsernet. Dette er fordi konsernselskapet er hollandsk og på lik linje med Sveits og Luxemburg er Holland en populær lokasjon for holdingselskaper.

”Nederland har komparative fortrinn sammenlignet med andre tradisjonelle holdingselskapslokasjoner ved at landet tilbyr et bredt og velprøvd regime for holdingselskaper og har et meget omfattende og gunstig skatteavtalenett”. (Arntzen, T. 6/2000)

På grunn av at Holland har mer gunstige skatterammer vil det være skatteoptimaliserende for konsernet å flytte overskuddet fra Norge. Overskuddet blir redusert i form av at rentekostnadene blir postert som en finansutgift i resultatregnskapet og virker negativt på resultatet. For morselskapet vil det bli postert som en finansinntekt som igjen øker overskuddet. Altså blir deler av overskuddet forflyttet til Nederland der det vil bli beskattet i mindre grad. Et forslag til statsbudsjettet 2014 inneholdt regler for akkurat slike situasjoner. Forslaget gikk ut på å redusere nytten av slike skatteoptimaliseringer ved å begrense fradragsretten. Bakgrunnen for en slik regulering er at innenfor selskaper med like konsernforhold som Skretting og Nutreco er mest trolig at enkelte har lånestrukturer som ikke ville eksistert om det ikke om det ikke hadde vært for de skattemessige fordelene. (Ravnaas, E. 10/2013).

For Skrettings del ser vi at lånet er brukt til en investering i utvidelser av produksjonsanlegg og vi har derfor ikke noe grunnlag for å tro at det er et slik tilfelle, men vi ser at det vi være fordeler med å ha rentebærende interngjeld for konsernet.

5.2.3 Kredittrisiko

Fra resultatkapitlet sier Kvalevåg at kredittrisiko er et viktig risikoområde for virksomheten og begrunner med at de har utestående fordringer for omkring en milliard. Fra årsrapporten 2012 ser vi at Skretting hadde et årsresultat i overkant av 200 millioner etter skatt. Altså vil et tap fordringer på 20% påvirke resultatet slik at virksomheten ikke oppnår et overskudd. Det er liten sannsynlighet for at et slikt scenario skal inntreffe, men det viser at selskapet er eksponert for kredittrisiko da 20% av utestående kundefordringer tilsvarer hele overskuddet.

Kvalevåg sier at kredittrisikoen korrelerer med lakseprisene da det er inntektskilden til Skrettings kunder. Nedenfor viser vi til prisutviklingen av laks de siste fem årene.

Figur 5.3: Laksepris de siste 5 årene



Kilde: Utarbeidet av Indexmundi på grunnlag av data fra International Moterary Fund

Av grafen over ser vi at lakseprisen stupte i starten av andre kvartal 2011 og ble nesten halvert på seks måneder og var vedvarende lave i ett år. Vi mener dette viser at Skrettings kunder er utsatt for svingninger i laksepriser som kan gi problemer med å innfri sine økonomiske forpliktelser ovenfor Skretting. Av årsrapportene leser vi at Skretting har tap kundefordring på 1,9- og 16,6 millioner for henholdsvis 2010 og 2011. Vi ser det naturlig å anta at den dramatiske forskjellen skyldes de dårlige tidene og nedgangen i laksepris.

I kapittel 4.1.2 skriver vi at Skretting legger mye ressurser for å redusere eksponeringen av kredittrisiko, og utestående fordringer blir fulgt opp daglig. Skretting har primært 30 dagers kredittid for sine kunder. Dersom kundene ønsker lenger betalingsutsettelse krever selskapet en form for sikkerhet. Dette kan være i form av pant i verdier eller i fisk. Vi mener dette reduserer risikoen for at Skretting skal påføres tap i forbindelse med fordring, da de på en eller annen måte vil kunne kreve inn midler for fordringen. Det er rimelig å anta at, dersom kundene ikke har evne til å betale innen fordringen utløper, kan dette skyldes at kunden er økonomisk presset. Det kan naturligvis være flere årsaker som påvirker likviditeten til et selskap. Imidlertid krever det mye ressurser for Skretting å ha en fullstendig oversikt over alle sine kunders økonomiske situasjon til en hver tid. Når det foreligger slik risiko, håndterer

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Skretting dette ved å overføre den risikoen til de kundene som har behov for utsettelse av sine økonomiske forpliktelser ved å kreve en form for forsikring.

Skretting følger opp utestående fordringer daglig. Dersom en kunde ikke har opprettholdt sin forpliktelse og betalt, blir nye leveranser stoppet inntil de har vært i dialog med kunden. Dersom fisken ikke får fôr vil den ikke vokse og i ytterste konsekvens dø, det vil følgelig medføre store tap for Skrettings kunder. På denne måten kan det å ha en slik policy ovenfor kundene være et effektivt virkemiddel for å redusere risikoen for tap på fordring og inndrive utestående fordringer. Dette vil være effektivt da Skretting regnes som en viktig kreditor. Det er imidlertid et spørsmål vi stiller i forbindelse med å benytte en rigid policy ved å holde igjen leveranser. Dersom dette får store konsekvenser for kunden kan det tenkes at de ikke er fornøyd med den kundebehandlingen de får fra Skretting som leverandør, og ønsker å bytte til en konkurrent.

Kvalevåg sier i intervjuet at de er utsatt for kredittrisiko og at de er avhengige av å benytte ulike metoder for håndteringen av denne eksponeringen. De kjenner de fleste kundene gjennom langvarige relasjoner. Dette har gitt selskapet kjennskap til kunden og informasjon om hvor likvide deres kunder er, uten at de er avhengige av å studere og oppdatere seg på regnskapstall i stor grad. Dette vil kunne være til hjelp i beslutningsprosesser for hvordan de skal håndtere en situasjon. Kvalevåg sier i intervjuet at nye kunder må behandles på grunnlag av oppdaterte regnskapstall og vurderes nøye. Han presiserer at dette krever mer ressurser enn for de eksisterende kundene men at dette er viktig som en del av risikostyringsarbeidet.

Skretting har få, men store kunder. Slik vi ser av regnskapstall har de 31.12.2012 kundefordringer på 892 millioner. Med en slik fordringsmasse samt at Skretting har få kunder er det naturlig å trekke en slutning om at enkeltkunden har kreditt av store summer. Av den grunn medfører det en risiko for store tap, dersom det først inntreffer. Som vi nevnte over jobber Skretting med å redusere eksponeringen av kredittrisiko ved å ha en dialog med kundene samt kjennskap til oppdaterte regnskapstall. I årsrapporten uttrykkes det at eksponeringen er noe redusert i utgangen av 2012 i forhold til de siste årene. Dette fordi den generelle økonomiske situasjonen i bransjen er noe mindre presset. Dette reflekteres også av prisene på laks i figur 5.3. Siden den økonomiske utviklingen i bransjen påvirker Skretting, er det følgelig viktig å være oppdatert på makroforhold slik at en kan skape forutsigbarhet. Dette er imidlertid vanskelig og gir i liten grad noen garanti, altså vil det ofte være spekulativt om

hvordan markedet utvikler seg. For å redusere den gjenværende risikoeksponeringen utover de tiltakene som er nevnt over, benytter Skretting seg av kredittforsikring.

Vi opplever at Skretting er svært utsatt for kredittrisiko og mener de har en sterk motivasjon for å iverksette tiltak for å lukke den risikoen i størst mulig grad. Vi mener Skrettings tilnærming ved å kombinere ulike metoder for håndtering av kredittrisiko setter de i stand til å lukke det meste av risikoen de er eksponert for. Likevel er den gjenværende risikoen høyere enn hva som er optimalt. Dette mener vi blir bekreftet da de har en delkrederavsetning på 18 millioner i regnskapsåret 2012. Vi mener Skretting viser til en høyere risikotoleranse ved en slik avsetning.

5.2.4 Likviditetsrisiko

Slik vi skriver i resultatkapitlet har Skretting en begrenset likviditetsrisiko siden den langsiktige finansieringen av selskapet er ivaretatt av morselskapet Nutreco N.V. Vi vil derfor prøve å belyse hvorfor de ikke i stor grad er utsatt for likviditetsrisiko.

Vi har i denne oppgaven sett på risikofaktorene til Skretting AS som en uavhengig bedrift. Men for å forklare hvorfor Skretting har en begrenset likviditetsrisiko må vi se dette fra et konsernnivå. Skretting er som sagt et heleid datterselskap og en del av et stort konsern. Om Skretting skulle havne i økonomiske problemer vil de ha morselskapet i ryggen. De er blant annet ikke avhengige av lån fra bankinstitusjoner. Nutreco er et konsern med mange datterselskaper. De driver primært med fôr til dyr og fisk over hele verden og er et diversifisert selskap. Blant annet ved å operere i ulike land har de en redusert risiko med tanke på nasjonale makroforhold. Enkelte av datterselskapene vil finansiere seg selv med de økonomiske midlene de har, mens andre kan ha behov for økonomisk støtte fra morselskapet. Altså må tapstoleransen delvis sees på i konsern-sammenheng. Grunnen til at vi poengterer at vi delvis ser på tapstoleransen i konsern-sammenheng er at et konsern vil sannsynligvis ikke finansiere et tapsprosjekt over lengre tid.

Vi ønsker også å si noe om likviditeten til Skretting som bedrift. Som vi nevnte under kapitlet *generelt* i analysedelen, kan egenkapitalandelen være misvisende. Man må se på det helhetlige bildet, den viktigste faktoren her vil være forholdet mellom salgsinnbetalinger og leverandørgjelden. I intervjuet kommer det frem at Skretting har 30 dagers kredittid til sine

kunder, og de har også om lag en milliard utestående i kundefordringer til en hver tid. Leverandørgjelden betales kvartalsvis. Det vil si at de vil ha en gjeld på råvarer og gradvis få inntjening av det som blir produsert av råvarene. Det vil da ha vært fire forfall på kundefordringer før leverandørgjelden skal betales. Soliditeten og finansiering av varelager tilsier da at den er kortsiktig på grunn av på grunn av relasjonen mellom kundekredittid og leverandørkredittid.

5.3 Risikostyring i Skretting sammenliknet med COSO rammeverket

I kapittel 2 presenterte vi COSO rammeverket. Rammeverket er et anerkjent og godt etablert hjelpemiddel for selskaper innenfor risikostyring. I intervjuet forteller Kvalevåg at Skretting benytter et rammeverk som er utviklet for deres selskap, ”*Skretting Quality System*”. Vi fikk ikke noe informasjon om hva dette omfatter eller hvordan dette benyttes i forhold til risikostyringsarbeid. Likevel vil vi forsøke å se på noen likhetstrekk vi finner i COSO rammeverket opp mot hvordan vi opplever at risikostyringsarbeidet i Skretting blir gjennomført. Dette vil vi gjøre med bakgrunn i hva vi har sett i kapittel 4 og kapittel 5. Vi vil se på de hoveddelene vi mener det er grunnlag for å kunne avdekke eventuelle likheter ved.

Kjernen i COSO rammeverket er å samordne virksomhetens strategi og risikoappetitt. Vi leser i årsrapporten at Skretting vil vokse med markedet og har en klar målsetting om å opprettholde sin ledende markedsposisjon. Vi mener det er rimelig å anta at et dette uttrykker en offensiv strategi. For å opprettholde en ledende markedsposisjonen forutsetter det at virksomheten er i stand til å få flest kunder og flest ordre, noe som vil avhenge av i hvilken grad de er konkurransedyktig. Noen viktige faktorer som nevnes i intervjuet og som reflekterer nettopp dette, er hvordan de streber mot å tilby best mulig fôr- og ernæringsløsninger, pris og kundebehandling.

Videre vil vi benytte de risikofaktorene vi har undersøkt som er i tilknytning til pris og kundebehandling for å se hvordan dette står i forhold til slik COSO rapporten beskriver risikostyringsarbeidet.

Ifølge COSO rapporten kan en hendelse representere både muligheter og trusler. Vi anser Skrettings økonomiske situasjon for å være solid. Og de har levert gode resultater de siste årene. Risikostyringsarbeidet dreier seg mye om å lukke mest mulig risiko, dersom de kan

måle sikringen til å være effektiv. I deres tilfelle er gevinsten ved noen av risikoene muligens større ved å bære eventuelle tap, enn å gå glipp av de gevinster som følger av mulighetene. Slik vi ser det vil være gjeldende for kredittrisiko. De øvrige risikoene Skretting er eksponert for må man se i sammenheng med hvilken bransje virksomheten befinner seg i. Det er en lavmarginsbransje og har lav risikoappetitt. Dette medfører at de jobber for å lukke mest mulig risiko.

COSO rammeverket presenterer videre at hendelser må vurderes ut ifra sannsynlighet og konsekvenser, for deretter å håndtere risikoen en er eksponert for. De ulike formene for å håndtere en risiko er ifølge COSO rammeverket å unngå, redusere, dele og akseptere.

Slik vi mener Skretting håndterer kredittrisiko bærer det preg av at dialog med kundene er svært sentralt og viktig som den primære metoden for å redusere risikoen. Dette er i tråd med at Skretting ønsker å ivareta kundens interesser, for å være den mest attraktive leverandøren av fôr. De uttrykker at de ønsker å være kundenes førstevalg. Å basere kredittrisikoen de er eksponert for i form av dialog reflekterer imidlertid en høyere gjenværende risiko enn hva vi vil anta hadde vært gjeldende dersom selskapet hadde praktisert en rigid policy for de øvrige virkemidlene de beskriver i intervjuet. Vi mener selskapet aksepterer den usikkerheten og den risikoen for tap som er gjenværende etter de sikringstiltakene er gjennomført, men at dette er i tråd med den solide økonomien virksomheten står ovenfor og som reflekteres av siste års resultat samt likviditet.

Vi skriver ovenfor at kjernen i COSO rammeverket er å samordne virksomhetens strategi og risikoappetitt. Vi mener Skretting uttrykker en offensiv strategi ved deres klare målsetning om å beholde en markedsledende posisjon. Videre mener vi deres holdning til risiko og reflektert av hvordan de håndterer de risikoene de er eksponert for, og at det er rimelig å anta at de har en risikoappetitt som samsvarer godt med deres strategi. Dette mener vi er grunnlag for å anta at virksomheten har et bevisst forhold til risikostyringsarbeidet.

Vi ser at risikostyringsarbeidet Skretting utfører sammenliknet med hvordan COSO rammeverket beskriver denne prosessen har likhetstrekk. Dette da vi ser hvordan Skretting beskriver hvordan de har identifisert hendelser, vurderer de og håndterer de slik vi har gjort rede for ovenfor. I intetervjuet forteller Kvalevåg at han er ansatt som Controller. Kvalevågs hovedoppgaver er oppfølging av investeringer og driftskostnader. Dette har likhetstrekk med

Finansiell risikostyring i Skretting AS

slik COSO beskriver oppfølging med hensyn på en kontinuerlig utvikling og forbedring gjennom å kontrollere aktivitetene over tid. Vi vil anta dette kan sees som en del av Skrettings risikostyringsarbeid.

Helhetlig risikostyring er av et langt større omfang enn hva vi har redegjort for her. Vi har tatt utgangspunkt i de funnene vi har gjort og trukket sammenlikninger ut ifra dette. Dette beskriver ikke den helhetlige prosessen som sannsynligvis blir gjennomført i virksomheten eller slik den blir redegjort for i COSO rapporten, men vi har forsøkt og trekke ut kjernen i risikostyringsarbeidet innenfor det finansielle aspektet for å se hvordan dette er i samsvar med COSO rapporten. På bakgrunn av det opplever vi at det er en parallell mellom hvordan fremgangsmåten Skretting har for sin risikostyring og hvordan COSO rapporten beskriver den.

6.0 Konklusjon

I denne oppgaven har de overordnede emnene vært finansiell risiko i fiskefôrprodusenten Skretting AS. Vi har undersøkt hvilke finansielle risikofaktorer som er å anse som de viktigst for virksomheten. Vi har i stor grad rettet oppmerksomhet mot en spesifikk markedsrisiko. Dette har vært for å se hva som er av konsekvenser for selskapet når det oppstår endringer i dette marked. På bakgrunn av dette utarbeidet vi følgende problemstilling:

I hvilken grad er Skretting AS eksponert for finansielle risikofaktorer, spesielt med hensyn på markedsrisiko, og hvordan blir disse eventuelt håndtert?

For å kunne besvare hovedproblemstillingen på en best mulig måte utarbeidet vi disse underproblemstillingene:

- 1) *Hvilke finansielle risikofaktorer anser selskapet som de mest kritiske for sin risikoeksponering?*
- 2) *Hvordan håndteres de disse finansielle risikofaktorene?*
- 3) *Hva er virksomhetens motivasjonen for å sikre, eller ikke sikre, de identifiserte risikofaktorene?*
- 4) *Finnes det likhetstrekk mellom Skrettings tilnærming til risikostyring og COSO rammeverket?*
- 5) *Hvilke konsekvenser vil det ha for Skretting, da deres største kunde begynner å produsere fôr selv?*

I oppgaven har vi benyttet kvalitativ tilnærming for å belyse de problemstillingene vi har utarbeidet. Vi har undersøkt årsrapporter for Skretting og morselskapet, Nutreco, samt foretatt intervjuer for å kvantifisere de forskjellige risikoene og satt dette i et perspektiv.

Funnene vi har gjort viser at Skretting anser marked- og kredittrisiko som de mest kritiske risikofaktorene. Under generell markedsrisiko definerer Skretting valuta- og råvarerisiko som de risikoene selskapet er mest eksponert for. Under spesifikk markedsrisiko, skriver Nutreco at de innenfor fiskefôrproduksjon er utsatt for ”*Customer concentration risk*”. De definerer denne risikoene slik:

” The risk that Nutreco becomes dependent on a small number of major customers ”

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Skretting driver med et omfattende sikringsarbeid for å redusere sin risikoeksponering. Finansiell sikring utøves i omfattende omfang og vi ser at selskapet har et sammensatt arbeid samt benytter finansielle sikringsinstrumenter og kontantstrømsikring for å håndtere de finansielle risikoene.

For å håndtere råvarerisiko utarbeider virksomheten prognoser slik at de kan kontantstrømsikre ved å inngå rammeavtaler for alt innkjøp av råvarer. Slik vil de eliminere det aller meste av risiko for pris og tilgjengelighet for råvarer.

Valutarisikoen håndteres med å inngå kvartalsvis terminkontrakter for all valuta de har behov for i utenlandsk valuta.

Skretting er eksponert for renterisiko siden de har gjeld med flytende rente. Selskapet anser likevel ikke renterisiko for å være kritisk. Dette har sammenheng med at Skretting er et heleid datterselskap av Nutreco slik at dette må sees fra et konsernnivå. Reelt utgjør derfor ikke dette noen risiko for Skretting.

Når det gjelder likviditetsrisiko ser vi at dette ikke vil være en risiko Skretting er eksponert for. Selskapet er som vi skriver over et heleid datterselskap og må sees fra et konsernnivå. Ut ifra det vi ser av regnskap og resultat opplever vi at Skretting har en solid økonomi og er i lite grad eksponert for likviditetsrisiko.

Skretting håndterer kredittrisikoen de er eksponert for med kredittforsikring. Vi ser også at de bruker mye ressurser på å følge opp kundene og studere deres regnskapstall for å redusere risikoeksponeringen.

Vi har sett om det er likhetstrekk mellom Skrettings tilnærming til risikostyring og COSO rammeverket. Vi opplever at mye av deres risikostyringsarbeid er systematisk og kan trekke likheter til COSO rammeverkets betraktning av helhetlig risikostyring.

Vi har sett på hvilke konsekvenser det vil ha for Skretting, når deres største kunde begynner å produsere fôr selv. Vi opplever at dette ikke vil utgjøre noen omfattende risiko for Skretting siden markedet vil ha en vekst som vil motvirke den nedgangen de vil stå ovenfor.

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Til slutt skal vi oppsummere konklusjonen med besvare hovedproblemstillingen vår:

I hvilken grad er Skretting AS eksponert for finansielle risikofaktorer, spesielt med hensyn på markedsrisiko, og hvordan blir disse eventuelt håndtert?

Med utgangspunkt i våre analyser vil vi si at Skretting er eksponert for enkelte finansiell risikofaktorer i større grad enn andre. Dette på bakgrunn av hva vi har avdekket i resultat- og analysekapitlet. Av de identifiserte risikofaktorene er det spesielt markedsrisiko og kredittrisiko selskapet er eksponert for. Vi vil påpeke at vi gjennom analysen har sett at bransjen og at selskapet er et heleid datterselskap, i stor grad har innvirkning på risikostyringsarbeidet i Skretting. Skretting driver med et omfattende sikringsarbeid for å håndtere sin risikoeksponering.

Kildehenvisning

Aas, L-E (4/2006) *Hvorfor strategisk risikostyring?* [Internett] MAGMA (econa)

Tilgjengelig fra:

<http://www.magma.no/hvorfor-strategisk-risikostyring>

[Nedlastet: 5. Februar 2014]

Arntzen, T (6/2000) *Internasjonal skatteplanlegging?* [Internett] MAGMA (econa)

Tilgjengelig fra:

<http://www.magma.no/internasjonal-skatteplanlegging>

[Nedlastet: 3. Mai 2014]

Bank for international settlements (BIS) (3/2003) *A glossary of terms used in payments and settlement systems* [Internett] Committee on Payment and Settlement Systems

Tilgjengelig fra:

<http://www.bis.org/publ/cpps00b.pdf>

[Nedlastet: 17. Februar 2014]

Børsum, Ø.G & Ødegaard, B.A I (2005) *Valutasikring i norske selskaper* [Internett] Idunn.no – Nordisk tidsskriftdatabase

Tilgjengelig fra:

http://www.idunn.no/file/pdf/33227010/Valutasikring_i_norske_selskaper.pdf

[Nedlastet: 13. Februar 2014]

COSO – The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004/2005), *Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk*

Finansdepartementet (4/2011) *Finansmarknadsmeldinga 2010: Likviditetsrisiko. Meld. St. 21*

[Internett] Oslo, Finansdepartementet.

Tilgjengelig fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2010-2011/meld-st-21-20102011/2/3/3.html?id=640709>

[Nedlastet: 13. Februar 2014]

Finansdepartementet. (2011), *Bedre rustet mot finanskriser. NOU 2011:1, Oslo*, [Internett]

Hentet fra: [http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-1/9/4/4.html?id=631225)

[1/9/4/4.html?id=631225](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-1/9/4/4.html?id=631225)

[Lastet ned: 28. Januar 2014]

Food and Agriculture Organization of the United Nations(20xx) *Fish to 2030*[Internett] FAO

Tilgjengelig fra:

https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.fao.org%2Fdocrep%2F019%2Fi3640e%2Fi3640e.pdf&ei=WsR5U_KEFeXC7AaI4IGYcG&usq=AFQjCNG2PFWx4moxoaRxHM0ybAonaNov8A&sig2=k0uq3iKRdkDpb4IgcEPcWg&bvm=bv.66917471,d.ZGU

[Nedlastet: 10. Mai 2014]

Hellevik, O. (2002). *Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap*, Oslo:

Universitetsforlaget.

Hull, J. C. (2010). *Risk Management and Financial Institutions*, Second Edition, Pearson

iLaks.no (27.12-2006) *Soyaprisene stuper* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://ilaks.no/soyaprisene-stuper/>

[Nedlastet: 10. Februar 2014]

iLaks.no (10.03-2014) *Fester grepet* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://ilaks.no/fester-grepet/>

[Nedlastet: 09. Mai 2014]

iLaks.no (07.05-2014) *Vesterålen kan bli tyngst i verden på fiskefôr* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://ilaks.no/vesteralen-kan-bli-tyngst-i-verden-pa-fiskefor/>

[Nedlastet: 10. Mai 2014]

iLaks.no (01.04-2014) *Ærlighet varer lengst* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://ilaks.no/aerlighet-varer-lengst/>

[Nedlastet: 10. Mai 2014]

iLaks.no (25.06-2013) *Dyrt å ikke snakke sammen* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://ilaks.no/dyrt-a-ikke-snakke-sammen/>

[Nedlastet: 10. Mai 2014]

Johannessen, Christoffersen & Tufte (2011). *Forskningsmetode for økonomiske-administrative fag*, Abstrakt forlag

Korsvold, P.E & Høidal, G.B (2012). *Finansiell Risikostyring*, Cappelen Damm Akademisk.

NBIM – Forvaltning av statens petroleumsfond (årsrapport)(1999) *Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://www.nbim.no/globalassets/documents/features/2003-2006/2000-relativ-volatilitet.pdf>

[Nedlastet: 18. Februar 2014]

Norges Bank (2014) *Valutakurs for amerikanske dollar (USD)* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/usd/aar/>

[Nedlastet: 02. Mai 2014]

Oxford Dictionaries (2014) *Risk: origin* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/risk>

[Nedlastet: 16. Februar 2014]

Oslo Børs, *Alt du trenger å vite om opsjoner, forwards og futures* [Internett]

Hentet fra:

[http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Publikasjoner/Alt-du-trenger-aa-vite-om-opsjoner-forwards-og-futures/\(tab\)/1](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Publikasjoner/Alt-du-trenger-aa-vite-om-opsjoner-forwards-og-futures/(tab)/1)

[Lastet ned 28. Januar 2014]

Ravnaas, E. (10/2013) *Målet helliger ikke midlet* [Internett] NA24

Tilgjengelig fra:

<http://skatteekspertene.na24blogg.no/?p=58>

[Nedlastet: 04. Mai 2014]

Rystad, K-M, Vestrum, G & Westgaard, S (3/1998) *Styring av markedsrisiko i finansielle organisasjoner* [Internett] MAGMA (Econa)

Tilgjengelig fra:

<http://www.magma.no/styring-av-markedsrisiko-i-finansielle-organisasjoner>

[Nedlastet: 12. Februar 2014]

Selvik, A (1/2004) *Eierstyring og selskapsledelse i Norge - sett i internasjonalt perspektiv* [Internett] MAGMA (Econa)

Tilgjengelig fra:

<http://www.magma.no/eierstyring-og-selskapsledelse-i-norge-sett-i-internasjonalt-perspektiv>

[Nedlastet: 10. Februar 2014]

Skretting (1999) *Skretting i hundre år* [Internett] Skretting.no

Tilgjengelig fra:

http://www.skretting.no/www.skretting.no/historie/set_ind.htm

[Nedlastet: 19. Februar 2014]

Sparebank 1 SMN Markets (10/2008) *Valutasikring* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<https://www.sparebank1.no/smn/hovedside-markets/renter-og-valuta/valuta/valutasikringsinstrumenter/>

[Nedlastet: 13. Februar 2014]

Store Norske Leksikon (2014) *Risiko* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://snl.no/risiko>

[Nedlastet: 16. Februar 2014]

Store Norske Leksikon (2014) *Swap* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<http://snl.no/swap>

[Nedlastet: 22. Februar 2014]

Storli, I (2/1999) *Risikostyring i DnB* [Internett] MAGMA (econa)

Tilgjengelig fra:

<http://www.magma.no/risikostyring-i-dnb>

[Nedlastet: 13. Februar 2014]

Stulz, R.M. (1996), *Rethinking risk management*, [Internett]

Hentet fra:

[http://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Ffisher.osu.edu%2Fsupplements%2F10%2F10402%2FRethinking-Risk-](http://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Ffisher.osu.edu%2Fsupplements%2F10%2F10402%2FRethinking-Risk-Management.pdf&ei=Za95U4KeFquq7QbN_oDYDg&usg=AFQjCNGCi40YtO1vHCHSfb68b_g0ncRcRQ&bvm=bv.66917471,d.ZGU)

[Management.pdf&ei=Za95U4KeFquq7QbN_oDYDg&usg=AFQjCNGCi40YtO1vHCHSfb68b_g0ncRcRQ&bvm=bv.66917471,d.ZGU](http://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Ffisher.osu.edu%2Fsupplements%2F10%2F10402%2FRethinking-Risk-Management.pdf&ei=Za95U4KeFquq7QbN_oDYDg&usg=AFQjCNGCi40YtO1vHCHSfb68b_g0ncRcRQ&bvm=bv.66917471,d.ZGU)

[Lastet ned: 09.03.2013]

KPMG (2013) *Likviditetsrisiko* [Internett] KPMG

Tilgjengelig fra:

<http://www.kpmg.no/default.aspx?aid=9705224>

[Nedlastet: 13. Februar 2014]

Vedlegg 1: E-post invitasjon

Hei

Vi er to studenter fra Handelshøgskolen i Bodø som skal skrive bacheloroppgave i finansiell risikostyring. Her skal vi med utgangspunkt i en bedrift undersøke de finansielle risikoene en utsatt for og hvordan dette håndteres.

Vi ønsker å ta for oss en virksomhet innenfor fiskefôrproduksjon og helst Skretting AS. I den anledning lurer vi på om du kunne være behjelpelig med noe informasjon og eventuelt stille som informant til et dybdeintervju vi skal gjennomføre for innsamling av data til oppgaven vår.

Vi har sett etter regnskapstall for Skretting, men det eneste som er offentlig ser ut til å være Nutreco sitt samlede regnskap. Derfor lurer vi på om det er mulig å få tak i regnskapsinformasjon eller årsrapporter for Skretting og eventuelt Skretting Norge?

Mvh Anders Ødegård og Stig Berntsen

Vedlegg 2: E-post, sentrale risikofaktorer for fôrbransjen

Hei

Generelt kan man si at mange av de samme risikoene som gjelder for oppdrett også gjelder for fiskefôr. Men det er en del spesifikke risiko som kun gjelder fiskefôr. Jeg har prøvd å lage en liste over de tingene som jeg kommer på:

Marked:

Fiskefor er en lavmarginbransje med sterk konkurranse. Med lave marginer blir det viktig å selge et så stort volum som mulig. Når en bransje preges av dette, kan det fort bli sterk konkurranse om kundene. Denne konkurransen kan føre til at det blir press på prisene, og at aktørene i bransjen underbyr hverandre når fôrkontrakter er ute på anbud. Den aktøren som kan tilby lavest pris samt best produkter og best løsning på ut-logistikk og service får tilslaget på volumene hos kunden. Fôrkontrakter er ofte ganske lange. Det er med andre ord mye å hente på å ha så lave faste kostnader som mulig, og å produsere gode produkter så billig som mulig. Som dere kan lese av regnskapene så er den aller største delen av kostnadene til et førselskap kjøp av råvarer. Produksjonskapasitet i markedet, sammenlignet med behov, er også avgjørende faktorer som er med på å bestemme tilbud/etterspørsel. Ved overkapasitet har kundene større «makt», mens ved underkapasitet i markedet har leverandørene større «makt».

Pris på råvarer:

Prisen på råvarer er med på å bestemme prisen på det produserte fôret, og dermed prisen som kan tilbys til kundene. Råvarene som brukes (fiskeolje, korn, vegetabiliske oljer, fiskemel osv.) blir omsatt i et fritt marked, og beveger seg hele tiden opp og ned i henhold til tilbud og etterspørsel.

Laksepris:

Lakseprisen er svært avgjørende for lønnsomheten til de ulike fiskeoppdretterne, altså kundene til førselskapene. Ved høye priser er det høyere betalingsvillighet for premiumprodukter, sammenlignet med standardprodukter. Premium produkter er høytytelsesfôr som koster mer å produsere, men som man også får bedre margin på. Ved salg

av mer premiumfôr, vil fôrselskapene bedre lønnsomheten sin sammenlignet med salg av standard produkter.

Temperatur i sjø:

Temperaturen i sjøen påvirker apetitten til fisken. Jo mer optimal temperatur i sjøen, desto mer appetitt har fisken, og desto mer fôr vil oppdretterne trenge. Generelt så spiser fisken mindre når det er kalde vintre, og veldig varme somre. Fisken trives best når det er «en plass midt i mellom», dere kan sikker se om dere finner mer info om dette på nettet.

Politisk regulering:

Oppdrett av laks er regulert, og bestemmer hvor mye fisk som kundene våre har lov til å produsere. Dette påvirker behovet for fiskefôr.

Bærekraft:

Bærekraft (sustainability) er viktig for både oppdrettsbransjen og fiskefôr bransjen. Dette kan dere lese mer om på Skretting sine hjemmesider.

Kvalitet på produkter:

Det er et stadig kappløp mellom fiskefôr aktørene om å levere det beste fôret, som bidrar til så sunn og frisk fisk som mulig, samt med mest mulig energi som gjør at fisken vokser så fort som mulig. Jo fortere kunden får slaktet fisken, jo mer penger vil kunden tjene.

Dette var de tingene jeg kom på i første omgang. Dere kan tygge litt på dette, og evt. spør mer om utvalgte temaer dere finner mest interessant, eller andre temaer dere kommer på. Generelt så er nok marked, temperatur i sjø samt laksepris noen av de mest viktige faktorene som treffer oss på relativt kort sikt.

Thomas

Vedlegg 3: Intervjuguide

Generelt

- Dersom ledelsen har fastsatt en strategi for håndtering av finansiell risikostyring, hvordan er denne uttrykt?
- Kan du si litt om Skrettings risikoappetitt og toleranse?
- Benytter dere av noen form for rammeverk for helhetlig risikostyring?
- Hvor mye ressurser bruker dere på finansiell risikostyring i bedriften?
- Hvilke finansielle risikoer er Skretting AS mest utsatt for?
- Hvordan håndteres disse risikoene?

Markedsrisiko

- Hvordan forholder Skretting AS seg til markedsrisiko?
- Marine Harvest starter med fôrproduksjon snart, hvilket utfall vil det ha for dere?
- Ovenfor investorene uttrykker dere en klar målsetting om å fortsette å ha en ledende markedsposisjon. Deres største kunde starter egen produksjon av fôr. I tillegg kan vi se av regnskapsdata at dere har gjort betydelig investeringer i produksjonsanlegg. Hva slags strategi har dere for å fylle kapasiteten?

Råvarerisiko

- Vi ser av mailen vi fikk 4. februar at pris på råvarer er avgjørende for prisen på fôret og at fôrproduksjon er en lavmarginsbransje. I fortsettelsen av dette står det at prisene på råvarer følger tilbud/etterspørsel. Vi ser også av årsberetningen 2013 at dere kjøper inn råvarer i valuta og foretar noe valutasikring med terminkontrakter. Kan du si noe mer om praksisen deres rundt dette?

Valutarisiko

- I årsberetningen fra 12/13 står det at dere har begrenset valutaeksponering da dere sikrer dere på 3 måneders termin kontrakter, kan du si litt om praksisen rundt bruken av disse kontraktene?

Renterisiko

- Dere skriver i årsberetningen at dere er eksponert av rentenivå da dere har gjeld og flytende rente, hvorfor benyttes det ikke renteswaps for å skape mer forutsigbarhet?

Kredittrisiko

- Hvordan opplever dere kredittrisiko? Korrelerer denne risikoen for det meste med lakseprisene, eller er det andre viktige faktorer som påvirker denne risikoen?
- Hvordan går dere frem for å minimere omfanget av kredittrisiko?

Vedlegg 4: Transkribert intervju

Transkribering av intervju med Thomas Kvalevåg – Skretting AS

Thomas: Hei, det er Thomas.

Anders: Hallo, Anders Ødegård her, jeg sitter her med Stig Berntsen.

Stig: Hallo.

Anders: Er det greit at vi tar opp samtalen?

Thomas: Ja, det går fint.

Anders: Flott.

Anders: Da kan vi egentlig bare gå i gang. Vi tenkte at du innledningsvis kunne si litt om din bakgrunn.

Thomas: Ja, jeg jobber som Controller, og det er oppfølging av investeringer og driftskostnader som er mine hovedarbeidsoppgaver. I tillegg jobber jeg en del med forskjellige ting som analyser på investeringer og marked. Jeg jobber også en del med logistikk i Skretting. Jeg har jobbet i Skretting i ca to år nå. Før det jobbet jeg i et selskap som heter Deloitte, først som revisor og etter hvert som konsulent innenfor verdsettelse av selskaper. Før dette gikk jeg på skole, jeg har en master i finans og strategi fra handelshøgskolen i København og en bachelor fra TØH i Trondheim.

Anders: Flott, da kan vi gå videre med intervjuet.

Thomas: Jeg vil bare si innledningsvis at Skretting Norge er et heleid selskap av Nutreco som er et stort børsnotert selskap i Holland, vi vil komme inn på det men en del av de faktorene dere spør om i intervjuguiden blir tatt hånd om på konsernnivå. Men dette kan vi ta litt underveis.

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Anders: Dersom ledelsen har fastsatt en strategi angående finansiell risikostyring, hvordan er denne blitt uttrykt?

Thomas: I utgangspunktet er det ingen direkte fastsatt strategi i Skretting Norge, det blir håndtert av Nutreco. Jeg tror dere får et bedre bilde av dette når vi tar de andre spørsmålene. Dette spørsmålet blir litt for generelt.

Anders: Ok, men da går vi bare videre.

Thomas: Flott.

Anders: Kan du si litt om risikoappetitt og toleranse i Skretting?

Thomas: Ja, det jeg kan si om dette er at vi anvender noe som heter ”kostpluss”-modellen. Dette fører til at vi opererer med lave marginer og lav risiko. Det som menes med denne modellen er at kundene våre betaler det som fôret faktisk koster å produsere, pluss en margin vi har avtalt på forhånd. Dette fører til at så lenge vi er konkurransedyktige på innkjøp av råvarer og produksjonskostnader generelt, så får vi alt dekt pluss en rimelig margin. Denne modellen er vanlig i markedet. Dette fører jo også til at vi også ikke kan hente voldsomme marginer når vi benytter oss av en slik modell. Så du kan si at vi har en lav risikoappetitt og en lav toleranse for risiko.

Anders: Ja, benytter dere dere av noen form for rammeverk for helhetlig risikostyring.

Thomas: Svaret er egentlig nei, vi har vell ikke noen form for offisielt rammeverk, men vi er veldig oppdatert på risiko hele veien. Og da spesielt på råvarer, i og med at det er en såpass viktig del av hva fôret kommer til å koste. De som jobber på de ulike områdene er hele tiden oppdatert på sine områder. Så vidt jeg er bekjent er det ingen rammeverk vi baserer oss på.

Stig: I de siste 10 årene har det blitt et økt fokus på dette med internkontroll, jeg ser det litt merkverdig om dere ikke har noen form for prosedyrer eller noe rapporteringer, om ikke nødvendigvis et offisielt utgitt rammeverk, men om dere har utarbeidet deres egne rutiner for internkontroll.

Thomas: Spørs litt hvordan du definerer rammeverk, det kan hende at jeg ikke har god nok kjennskap til dette, men jeg vil tro at det ligger ulike prosedyrer til grunn på de ulike risikoene. Men dette kan jeg komme tilbake til via mail.

Anders: Hvor mye resurser bruker dere på finansiell risikostyring?

Thomas: Til slutt er det økonomisjefens ansvar og mye av de problemstillingene blir løst med konsernet. Det er litt vanskelig å gi et konkret svar på hvor mye ressurser som blir brukt. Alt dette kommer på dagsorden som følge av den forretningsmodellen vi har i Skretting.

Stig: Så det er ingen egen avdeling som jobber utelukkende med å identifisere og håndtere finansielle risikoer?

Thomas: Nei, det blir litt sånn at de som er rene finansielle faktorer som valuta, renter, skatteoptimalisering og utbytteoptimalisering blir løst av økonomisjef i samarbeid med konsernet. Men vist du tenker råvarer har vi en egen innkjøpsavdeling som vil ta seg av de risikoen som er knyttet opp mot dette. Mye av dette tas hånd om av ledelsen.

Anders: neste spørsmål går inn på hvordan dere håndtere disse faktorene generelt, men det har du vel egentlig svart på.

Thomas: Ja, jeg notere litt underveis, slik at jeg kan komme med en oppfølgingsmail til dere.

Anders: Ja, det hadde vært supert.

Anders: Da kan vi egentlig gå over på det som omhandler markedsrisiko, dette har vi sett litt på med tanke på det med Marine Harvest for å gjøre oppgaven mer interessant, men vi kan starte med hvordan Skretting generelt forholder seg til markedsrisiko. (19:01)

Thomas: Ja, det er jo høy konkurranse og det er få leverandører og egentlig er markedet ganske transparent. Men for oss, i forhold til markedsrisiko er det viktig og å ha høye volum. Vi har som mål å være markedsleder, dette er noe som er veldig viktig for oss og i tillegg har vi sagt at vi ønsker å være foretrekkende leverandør, det vil si at du har visse fordeler. Disse fordelene kommer ved at du opparbeider deg langvarige relasjoner, der du har levert bra over

tid. Som igjen vil gi deg visse fordeler i en anbudsrunde. Det er som sagt viktig for oss med høye volumer og vi er avhengig av dette for å tjene penger fordi vi har lave marginer.

Stig: Dette gjør jo neste spørsmål veldig interessant.

Anders: Ja, siden Marine Harvest snart starter fôrproduksjon i Bjugn, hvilket utfall vil dette har for dere?

Thomas: Først å fremst så betyr det at, om vi kaller dette det frie markedet, blir dette mindre i og med at de produserer sitt eget fôr, tidligere har de kjøpt mye fôr av oss og dette er et volum vi har kjempet med de andre leverandørene om, dette volumet vil nå forsvinne. Så det totale markedet vil bli mindre. For vår del betyr det at vi må erstatte dette volumet på en eller annen måte. Marine Harvest er nok vår største kunde, så vi er ikke i tvil om at dette er en liten gamechanger. Men når det er sagt skal de bygge en fabrikk som produserer 220.000 tonn i året og totalmarkedet nå er på ca. 1.7-1.8 millioner tonn. Så det er ikke en ekstremt stor fabrikk de skal bygge i forhold til totalmarkedet og det er ikke tvil om at oppdrettsbransjen befinner seg i en ganske god vekst, som det har vært i bra mange år og dette kommer trolig til å fortsette. Så det er et behov for denne kapasiteten i markedet. Men det er jo noe nytt i at Marine Harvest gjør dette i og med at de ikke er en rendyrket fôrleverandør. Det er jo egentlig et oppdrettsselskap. Men for oss da betyr dette lavere volumer i de kommende årene, på en sikt på 1-2 år. Men i og med at det er en såpass høy vekst i bransjen så tror vi at allerede om et par år vil vi være tilbake til de volumene som vi har i dag.

Anders: Marine Harvest har jo også uttalt at de leter etter nye eiendommer for å bygge flere fabrikker.

Thomas: Ja, det er jo generelt sett, for hele strukturen i næringen, en stor gamechanger. Nå har det jo vært sånn at vi stort sett har hatt relativt rene oppdrettsselskaper og så har de kjøpt fôr fra fôrleverandører. Men det er klart at dersom utviklingen går mot at oppdrettsselskapene selv skal produsere sitt eget fôr, så vil jo dette endre hele strukturen i næring. Dette er jo kjempespennende på mange måter og det er vanskelig å si hva som skjer. Om dette er vellykket og at de får det til, kan det være at flere følger etter og at det blir nye tider i næringen. Men det er så mye usikkerhet rundt dette, så det er litt vanskelig å utale seg om det. Det er klart det er en risiko for oss, men vi har tro på at den strukturen som er i dag, med

rendyrkede førselskaper at det er den mest mektige som en følge av at det å produsere fôr, det er ikke rett fram, det ligger mye forskning og mye kunnskap i det å produsere fôr. Dette er med tanke på selve føret og logistikk som er en stor del av det og andre ting. Men vi følger jo veldig nøye med utviklingen og er spente på hva som kommer til og skje og er spent på hvordan det blir med den fabrikken de allerede holder på å bygge, om de får dette til og hvor lang tid det eventuelt kommer til og ta.

Anders: Om de først får dette til, ser dere for dere at de kan komme til å bli en konkurrent på det frie markedet, altså at de ikke bare produserer fôr til eget forbruk.

Thomas: Ja dette er jo også en risiko, men vi tenker vel gjerne at i utgangspunktet, altså med denne fabrikken de nå bygger, den er jo ikke veldig stor, så de vil ikke engang klarer å dekke sitt eget forbruk med kun denne fabrikken. De må fremdeles kjøpe fôr av andre leverandører og i tillegg er det vel tenkt at den nye fabrikken på Bjugn, den skal produsere et ganske snevert produktutvalg. Det er de mest standardiserte produktene og det er sånn at fisken trenger ulike typer fôr i løpet av livet sitt så du har en del spesialfôr og medisinfôr og helsefôr som er av en litt mer spesiell karakter som de ikke kan produsere i første omgang.

Anders: Hvor stor del av inntekten til Skretting er dette standardiserte føret?

Thomas: Godt spørsmål, jeg klarer ikke ta det på sparket, men det er klart at det er en god del, det er jo dette føret det går mest av. Det er det ingen tvil om.

Stig: For å komme litt tilbake til markedsrisiko og sammenhengen med det at du sier at det er knyttet en stor usikkerhet til fremtiden med tanke på at det er noe som foregår i bransjen. I tillegg til dette sier du at dere er avhengige av å ha høyt volum og en stor markedsandel. I og med at det er knyttet usikkerhet til fremtiden så vil jeg jo kanskje anta at dere fortar noen analyser med tanke på dette.

Thomas: Ja, det er klart vi gjør det. Men vi sammenligner oss først og fremst med de andre aktørene i bransje, altså de rendyrkede førselskapene, dette er først og fremst Ewos. Også har du BioMar på en tredjeplass og selskaper som PolarFeed som er veldig liten og i bunn og grunn ingen umiddelbar trussel. Så det blir naturlig for oss og sammenligne oss med Ewos, vi ønsker og være større enn Ewos, altså nummer en. Men det er klart vi gjør analyser på dette,

men igjen da så er det en veldig tidlig fase med usikkerhet som dere nevner. Og den fabrikk de bygger er ikke veldig stor og der er behov for kapasiteten i markedet. Om det bare blir med den ene fabrikk, vil det ikke skje så mye i bransjen. Men om det blir en fabrikk nummer 2 og nummer 3 og så videre, og de i tillegg får det til, så er det spennende å se hva som skjer.

Anders: Med tanke på å fylle den ledige kapasiteten, altså de 220.000 tonnene, hva er strategien for dette?

Thomas: Vi er utsolgt i dag og det er en stor vekst i bransjen. Vi har nettopp bygd ut ganske mye, så vi vil nok få et par år med overkapasitet. Men dette er stort sett udramatisk og med den samme veksten i markedet vil vi være tilbake om et par år, tror vi.

Anders: Med tanke på den nye fabrikk på Averøy, hvor mye kan dere produsere årlig?

Thomas: Ca. 7-800.000 tonn som er kapasiteten. Jeg er litt usikker på det offisielle tallet, det kan jeg komme tilbake til.

Anders: Da kan vi gå videre til råvarerisikoen. Prisene på fôret avhenger jo av råvareprisene. De snakket vi litt om dette tidligere, men kan du utdype mer om dette? Kanskje si litt om tilgjengeligheten på varer?

Thomas: Ja, som dere vet kjøper vi enorme mengder råvarer. De som utgjør den største delen av dette er blant annet soya og rapsolje. Der soya er størst. For å unngå for mye risiko på både pris og tilgjengelighet så kjøper vi dette i forkant. Og som oftest har vi dekt inn behovet vårt for neste kvartal, dette betyr at vi vet prisen på råvarene det kommende kvartalet. Så vi handler råvarer fra mellom 4,5 og 5 milliarder kroner i året. Som et grovt anslag blir 75% av dette handlet inn i utenlandsk valuta, stort sett Euro og Dollar. Og for å redusere denne valutarisikoen, så sikrer vi valutaen på de planlagte innkjøpene. Vi sikrer valutaen på en spesifikk dato i fremtiden, basert på planlagte innkjøp, slik at vi eliminerer risikoen på tilgjengeligheten på råvarene i tillegg til å sikre at det ikke blir store differanser med tanke på valuta. Siden det er så store summer i spill, kan det gjøre store utslag. Når vi gjør det på denne måten så vet vi hva råvarene vil koste for oss, også har vi kontroll på produksjonskostnader og da er vi også i stand til beregne priser for kunden på hva fôret vil koste. Det er definitivt

ved råvarer at valutarisikoen for vår del er reel. Kundene våre er i all hovedsak norske og betaler oss i NOK.

Stig: Har dere kontrakter dere benytter for salg til kundene, med tanke på at dere kjøper råvarer på 6-månederskontrakter for fremtidig bruk. Da må dere kanskje vite at dere får solgt disse varene?

Thomas: Vi inngår kontrakter med kundene på framtidig levering. Og vi bruker vel gjerne terminkontrakter (40:00)

Anders: Vi har vel for så vidt gått gjennom valutarisikoen, så vi kan gå videre på renterisikoen.

Thomas: Ja, dette har ikke vi direkte veldig mye med. Dette blir som sagt ivaretatt av Nutreco som da er et veldig stort selskap, som har mange selskaper under seg. Og de gjør en totalvurdering på den beste løsningen på finansiering, men dette er ting vi i Skretting slipper å tenke på.

Anders: Ok, da kan vi gå videre på kredittrisikoen. Dette finner vi veldig interessant. Hvordan opplever dere kredittrisiko? For eksempel i forhold til laksepriser og hvordan denne påvirker dere.

Thomas: Kredittrisiko for oss er kjempeviktig. Vi har vanligvis pluss/minus en milliard i kundefordringer ute, dette er veldig mye penger og derfor en stor risiko for oss. Vi har et stort fokus på dette. Som dere sier så korrelerer dette i veldig stor grad med lakseprisene og da spesielt med tanke på lang sikt. Lakseprisen bestemmer lønnsomheten til kundene våre og når det er høye priser så tjener de gode penger og har ingen problemer med å betale for fôret. Men når det er motsatt så er det fort gjort og komme i en skvis for kundene våre. Og dette er noe vi må forholde oss til hele veien. Generelt har vi 30 dagers kredittid for kundene våre, om de vil ha en kredittid ut over dette, krever vi mer sikkerhet med pant i verdier, fisk eller hva det måtte være. Dette er så viktig for oss at vi har daglig oppfølging av utestående fordringer, vi har også rutiner om det er en kunde som ikke har betalt regninger og de har bestilt mer fôr så velger vi å ikke laste mer fôr til denne kunden før det har vært en eller annen dialog med kunden. Fôret er jo ekstremt viktig for kundene, av den enkle grunnen at om fisken ikke får

fôr så vokser den ikke og i siste instans vil fisken dø. Vi blir av denne grunn en veldig høyt prioritert kreditor, på lik linje med en bank.

Anders: Neste spørsmål er hvordan dere går frem for å minimere omfanget, dette har du for så vidt gått inn på. Men i forhold til denne delkrederavsetningen dere kommer fram til hvert år. Her må dere vel ha gjort en analyse på hvor mye dere kan risikere å tape det kommende året. Hvordan går dere fram for å analysere dette?

Thomas: Ja, det er et godt spørsmål. Jeg er litt usikker på dette og hvilke vurderinger som ligger bak dette tallet, men det kan jeg sjekke opp. Generelt vil jeg tro at dette er en vurdering ut i fra hvor stort tap som har vært tidligere år med tanke på kundefordringer og statusen på disse fordringene. I tillegg til utsiktene i framtiden. Men jeg kommer tilbake til dette på mail.

Stig: Gjør dere noen form for kredittsjekk på kunder før dere inngår kontrakter eller gir kreditt?

Thomas: Det er nok en vis form for dette, dette må jeg også sjekke opp med de som jobber med dette.

Anders: Som du sa så er dere avhengig av å forflytte store volum for å tjene penger siden det er lave marginer. Det vil være interessant å vite noe om vurderinger av kredittrisiko sett opp mot muligheten for å tjene penger.

Thomas: Selve finansieringen av selskapet er jo sikret gjennom Nutreco, så likviditetsmessig så tror jeg ikke dette er et stort problem på kort sikt. Men generelt på kredittrisiko, når vi selger så mye fôr som vi gjør og har 1 milliard i utestående hos kundene våre, så er jo dette et potensielt tap på 1 milliard, som er vanvittig mye. Vi har rammer og forholde oss til i fra Nutreco. I tillegg forsikrer vi litt, vi har en kredittforsikring. Vi får ikke dekt hele tapet, men vi får dekt en del.

Thomas: En annen risiko som jeg kan nevne er sykdom på fisk, det går litt inn på dette med kredittrisiko. Om kundene våre får sykdom på fisken og må slakte tidligere eller at det ikke blir noen fisk å selge så er dette også en stor risiko for oss. Samme med lakselus og rømning. Kredittrisikoen går mye på den generelle operasjonelle risiko hos kundene.

Anders: Jeg tenkte på en ting når det gjelder kilder vi bruker i oppgaven med tanke på bransjen. Hvilke sider mener du er gode kilder i forhold dette? Vi vil jo bruke de mest pålitelige kilden i oppgaven.

Thomas: Jeg synes Ilaks er en veldig god kilde, det er enkle og lett forståelige artikler. Som ofte er spot-on når det kommer til fôrbransjen. Redaktøren bak Ilaks, han har vært i bransjen i mange år og har ord på seg for å være veldig flink. Han har mange gode kontakter i bransjen. Jeg hadde ikke vært redd for å bruke Ilaks og Intrafish i en slik oppgave. Intrafish er en side med tyngde og kan være ganske komplisert. Jeg kan også anbefale Akvafakta.

Anders: Jeg glemte en ting når det gjelder råvarerisiko. Dere driver jo med en del Research and Development (R&D). Kan dere ha en fordel av dette med tanke på å at det ikke kan oppstå substitutter for fôret dere produserer?

Thomas: Det er veldig bra du tok opp. Vi bruker ca. 100 millioner kroner i året i Skretting totalt sett. Vi har et eget forskningsselskap som heter Skretting ARC. Dette går på det å være markedsleder, vi prøver å formidle at fôr ikke er en standardvare, det er store forskjeller på ytelse med tanke på hvor fort fisken vokser når den spiser ulike typer fôr og her ønsker vi å være best. Og det er hele tiden et mål å erstatte de råvarene vi bruker i dag med bærekraftige og billige råvarer. Og her har vi sett en stor utvikling med for eksempel fiskeolje som er en viktig ingrediens, som vi har erstattet med rapsolje. Også har vi fiskemel som er erstattet med soya. Som jeg nevnte er dette de største utgiftene våre. Vi ønsker å produsere et så effektivt fôr som mulig. Her er vi et godt stykke foran andre bransjer. En okse må du ca gi 8 kilo fôr for å få ett kilo kjøtt. Mens laks så mener jeg det er 1,2 kilo fôr, for å få ett kilo laks. Dette kan dere sikkert sjekke opp. Men det er viktig for oss å være i front når det kommer til utvikling. Det er dette som driver bransjen framover.

Fôrprodusenter gjør beslag på store deler av fiskeoljen som eksisterer på verdensbasis. Dette ser vi på som en trussel både i forhold til pris siden mange produsenter kjemper om den samme oljen og drar prisen opp, også med tanke på tilgjengelighet. Derfor ønsker vi å erstatte fiskeolje med andre, lettere tilgjengelige råvarer og som også er billigere.

Anders: Men da vil vi takke for et flott intervju, det var fint at du kunne stille opp.

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Thomas: Ja ingen problem, vi synes det er flott at dere skriver om oss og fiskefôr også. Så det er gjensidig.

Anders: Da får du ha det bra.

Stig: Hade bra!

Thomas: Da får dere ha lykke til videre, hade bra.

Vedlegg 5: E-post, oppfølgingspunkter fra intervju

Hei

Takk for hyggelig intervju i dag!

Her kommer noen oppfølgingspunkter fra intervjuet:

Helhetlig rammeverk: Internt i Skretting er prosedyrer og rutiner for de viktigste prosessene våre omtalt i en egen database som vi kaller SQS (Skretting Quality System). På denne måten sikrer vi at prosesser er standardisert, og at risiko ivaretas. Eksempler på slike prosesser er valutasikring og innkjøp av råvarer. I tillegg forholder vi oss overordnet til retningslinjer fra Nutreco. Disse retningslinjene er formalisert gjennom et eget program som ivaretar prosedyrer og rapportering.

Marked: Jeg legger ved en analytikerrapport fra februar i år. Vi ønsker ikke å kommentere denne på noen som helst måte, men dette er altså en rapport laget av analytikere som følger bransjen. Den bør fungere som et utgangspunkt dersom dere ønsker å utarbeide analyser.

Delkrederavsetning: Denne er gjort etter IFRS regnskapsregler, og er basert på konkret gjennomgang og vurdering av alle kundefordringer.

Kreditsjekker: På generelt grunnlag kjenner vi de aller fleste kundene våre veldig godt. Vi følger markedet tett, og har god kontroll på hva som rører seg i markedet. Dersom vi får nye kunder, eller kunder ønsker utvidede kreditter, behandles disse på grunnlag av oppdaterte regnskapstall og nøye vurderinger.

Nevner i tillegg kredittforsikringen vår. Denne er med på å fjerne en god del av kredittrisikoen vår.

Vedlegg 6: Transkribert intervju

Transkribering av intervju med Håvard Walde – Skretting AS

Håvard: Hei, det er Håvard her

Anders: Hei Håvard, det var fint du hadde anledning til et intervju på så kort varsel. Jeg sitter sammen med han jeg skriver oppgave med, Stig. Også lurte jeg på om det er i orden at vi tar intervjuet opp på lydbånd?

Håvard: Jada, det går helt fint.

Anders: Vi har kommet godt i gang med analysen i Bachelor oppgaven og ser at vi skulle belyst noen av spørsmålene fra det tidligere intervjuet med Thomas noe tydeligere.

Håvard: Ja. Jeg har ikke snakket noe særlig med Thomas på en stund, så jeg er ikke helt oppdatert.

Anders: Riktig. Vi kan si litt om hva vi holder på med og hva vi håper du kan hjelpe oss med?

Håvard: Ja. Det hadde vært fint.

Anders: Vi skriver en bachelor oppgave om finansiell risikostyring, og har sett på hvilke finansielle risikofaktorer Skretting står ovenfor, samt hvordan dere håndterer de. Vi tror vi har opparbeidet oss en forståelse av dette. Men trenger å få besvart noen oppfølgingsspørsmål for å få hjelp til å belyse noen poenger. Eller om vi har forstått rett. Det vi lurer på er litt omkring råvarerisiko, valutarisiko, likviditetsrisiko også videre. Vi har en del, men noen ting vi ikke klarer å få helt klart frem.

Håvard: Ja, men det skal vi få til!

Anders: Flott, vi har skrevet opp noen spørsmål og kan kanskje begynne med hva som angår valutarisiko for Skretting. Det vi lurer på er om det er noen transaksjonsrisiko mellom morselskapet, Nutreco, og Skretting? Vi regner med Nutreco opererer i euro?

Håvard: Ja, de rapporterer tallene sine i euro, så det med risiko for Nutreco som eier av Skretting er jo at den profitten som de får av Skretting, den er jo i norske kroner, slik at dersom norsk krone svekkes vil det jo bli mindre penger i euro for de. Men det vil jo være en risiko for Nutreco. For oss er det ingen transaksjonsrisiko mellom ovenfor Nutreco. Det måtte i så fall vært om Nutreco gikk over ende, og ikke kunne oppfylle de terminavtalene vi gjør med internbanken i Nutreco. Men da er det jo per definisjon døden uansett her, så det er ingen risiko. Men i forhold til valutarisiko så kjøper vi råvarer for 4,5-5 milliarder i året, og mesteparten av det er i utenlandsk valuta. Vi kjøper råvarene mest av alt i euro og dollar. Og da har vi cash ut i euro og dollar og norske kroner på inntektssiden, siden vi primært selger til norske oppdrettere i kroner. Så det vi gjør er at vi har avtale med kundene våre om at fôrprisen reguleres hvert kvartal i tråd med forventet råvarekostnader. Altså forventet kjøp som vi har. Så det vi gjør er at vi estimerer disse forventet kjøp i euro og dollar også snur vi oss rundt til internbanken i Nutreco, vårt morselskap, også gjør vi terminhandler. Så får vi en exchange deal med de som sier at vi trenger å veksle for eksempel norske kroner så vi får 100 millioner dollar for å kunne ha valuta til å dekke de kjøpene vi har estimert å gjøre for neste kvartal. Da for vi en vekslingskurs på disse terminene, den vekslingskursen bruker vi for å beregne hva våre råvarekostnader vil bli neste kvartal i norske kroner. Da vet vi jo hva prisene er på kontraktene i dollar og euro. Vi vet ikke hvordan kursens vil bevege seg, men med terminkontraktene har vi jo da sikret det, slik at nå vet vi hva vekslingskursen vår blir. Så da vet vi hva råvareprisen blir. Og av det vet vi hva pris fôret skal ha. Så visst alt da går etter planen og vi har estimert rett mengde råvarer som blir forbrukt det kommende kvartal riktig vil vi ikke være eksponert for noen valutarisiko. Dersom vi tar feil og må kjøpe mer, eller behovet er mindre, så vil vi jo være eksponert for den delen vi bommer med i estimatene våre. Og det vil vi alltid gjøre, og ofte til dels med store mengder. Vi vet jo ikke sikkert hvor mye fôr kundene våres vil trenge det neste kvartal. Dermed vet vi ikke sikkert hvor mye vi trenger å kjøpe. Men her har vi den systematiske, grunnleggende risikoen i volumet. Markedsrisiko kan man gjerne kalle det, som da slår ut i valutarisiko for vår del, for den delen vi bommer med. Dette er den eneste valutarisikoen vi har. Så gitt de store kjøpene, og den enorme utgiften vi har i utenlandsk valuta så klarer vi å lukke det aller meste av den risikoen, og står igjen med lite avvik fra dette.

Anders: Okay, dette var jo meget utfyllende og fin informasjon. Men er det slik å forstå at dere sikrer all valutaen?

Håvard: Ja! Det er full sikring av valuta. Det er til enhver tid full sikring av det som er planen for neste kvartal å kjøpe råvarer for, og planen for neste kvartal er basert på beste forventet salgsvolum.

Anders: Ja. Videre lurer vi på noe angående råvarer. Vi har gjort et eksempel ut av innkjøp av rapsolje, og lurer på om dere benytter noen derivater eller andre finansielle verktøy for å sikre råvarepriser?

Håvard: Prisen låses i euro, vi inngår rammekontrakter med leverandørene våre for et halvt år til ett år av gangen. Slik at vi har rammekontrakter som vi da trekker av. Og når vi da blir enige om hva vi skal trekke av disse kontraktene for neste kvartal, så blir vi også enige om prisen. Og da blir det for eksempel 1000 euro per tonn. Og da er det prisen, slik at den vil ikke variere siden den er angitt av volumet. Vi går ikke ut i spotmarkedet når vi endrer volumet, da har vi bakenforliggende kontrakter med leverandørene med angitt pris og volum. Disse er avtalt kvartalsvis. Men rekkefølgen på hvordan disse kontraktene fases inn og ut vil varierer i takt med hvordan volumet varierer. Slik at det vil være at man må ta inn mer volum fra en kontrakt som for eksempel var dyrere eller billigere enn det snittet vi hadde planlagt med. Så snitt råvarer vil heller aldri være eksakt slik en har forutsatt. Men prisene på kontraktene vet vi, så det underliggende er egentlig volumet som slår ut her.

Anders: Okay. Litt generelt om sikringsstrategien deres, kan du si noe om risikoappetitten for Skretting?

Håvard: Ja! Det som er mest interessant med Skretting er hvordan vi sikrer kontantstrømmene og da er det veldig viktig å ha klart for seg hva slags forretningsmodellen vår er bygd på. Sånn objektivt sett så er fôrbransjen i Norge en lavrisiko og en lavmariginbransje. Vi kjøper inn råvarer på vegne av oppdretterne i Norge, på vegne av våre kunder. Også regulerer fôrprisen i takt med hvordan disse råvareprisene varierer i markedet. Så råvareprisrisikoen ligger prinsipielt hos oppdretterne i Norge. Fôrprisen de må betale, den er basert på det som til enhver tid er markedspris på råvarene som ligger bak. Vi tar bare betalt

for en forholdsvis lav margin. Vi tar betalt for å kjøpe inn råvarene, produsere fôret og selge det. Altså er vi ikke, direkte hvert fall, eksponert for lakseprisene eller råvareprisene. Den risikoeksponeringen ligger prinsipielt på kundene våre. Men nå er ikke verden svart/hvit så det vil påvirke oss om lakseprisen er lav eller høy. Grunnen for at jeg sier det prinsipielt ikke eksponerer oss er da kontraktene er konstruert slik at vi inngår typiske ett- eller toårs kontrakter med kundene våre om hvor mye av deres fôrbehov vi skal dekke. Også er avtalen at prisen på et produkt vi selger, ett type fôr vi selger, den er for eksempel 10 kroner, basert på disse råvarekostnadene. Så disse råvaremarginene på produktet er kjent for kunden. Også vil prisen reguleres fra neste år i tråd med hvordan disse råvarekostnadene varierer. Dette er den grunnleggende måten disse kontraktene blir utformet og baseres på et kost-pluss-arrangement. Derfor er det lite å hente for oss ved å spekulere i råvaremarkedene. Det er veldig lite oppsider og forholdsvis lite nedsider. På det du spurte etter vil dette si at vi har en svært lav risikoappetitt. Vi søker alt vi kan etter å lukke all risiko. Og sikrer forholdsvis der vi tror vi trenger råvarer. Nøkkelen for oss er å planlegge optimalt og ha gode prognoser for forbruket. Da vil vi lykkes med å være presis i sikringene våre og da klarer vi å lukke risiko. risikoappetiten er lav i det operative. Men så kan en si at det er mer av risiko innen for FoU, samt innovasjon. Altså bærer det høy risiko som vi er villig til å ta ved å investere i å finne nye fôr løsninger og nye ernæringskonsept som kan gi oss konkurransefortrinn i markedet. Når en jobber med FoU er en per definisjon risikovillig.

Anders: Ja. Der var det noen gode poenger vi skal ta med oss. Det neste vi lurer på er om soliditeten til Skretting. Vi har sett litt på dette, og lurer på om du kan forklare selskapets soliditet.

Håvard: Er det årsregnskapet for 2012 dere har sett på?

Anders: Ja!

Håvard: Akkurat. Der har vi en egenkapitalandel på 24,7% og objektivt sett er det mer enn nok og må anees å være svært solid. Nettopp på grunn av den typen bransje vi operer i, lav risiko, lav marginsbransje. Vi trenger ikke en robust og tung egenkapitalandel for å stå imot store sykliske endringer. Vi har noen lunde samme driftsmarginer hele veien. Det varierer med et veldig dårlig år for oss på 4% til et veldig godt ville gitt en driftsmargin på 6%. Forskjellen der er 100 millioner kroner. Slik at egenkapitalandelen i Skretting trenger ikke å

være høy, den kan være mye lavere enn hva den viste seg å være i 2012 regnskapet. Fra en leverandørs perspektiv ville de sett på Nutreco sin soliditet. Og Nutreco har en svært solid balanse, og er et svært solid europeisk konsern.

Anders: Ja, akkurat. Når det gjelder leverandører. Så lurer vi på om dere har leverandørgjeld på kvartalsvis kreditt? Vi ser av regnskapet at den er veldig høy.

Håvard: Ja, dette er riktig. Vi har lange kreditter på leverandørgjelden vår. Nettopp for å trimme arbeidskapitalen vår. Vi har omløpsmidler, ikke så mye lager, men forholdsvis høye kundefordringer. Og motvirker dette med å selv ha lange kredittleverandører. Sammenliknet med våre konkurrenter vil en se at vi har en veldig lav arbeidskapitalbinding. Vi er ikke så bekymret for soliditeten sånn sett. Vi er mer opptatt av å trimme kapitalbindingen våres. Sånn at vi sikrer at vi binder minst mulig kapital i forhold til den avkastningen vi har.

Anders: Ja, dette var oppklarende for oss. Videre har vi egentlig ikke flere spørsmål vi lurer på. Eneste er kanskje en data vi trenger. I oppgaven gjør vi et eksempel ut av råvareinnkjøp og lurer på, om du sånn grovt estimert, kan si noe om hvor mye rapsolje dere kjøper i løpet av ett år?

Håvard: Ja, rapsolje er en av de aller største råvaren, det er den største oljen. Og jeg vil estimere vi kjøper rundt 100 tusen tonn.

Anders: Ja, men dette var flott. Jeg tror ikke det er noe mer vi lurer på for øyeblikket.

Håvard: Okay.

Anders: Så da vil vi takke så mye for tiden din og all hjelp.

Håvard: Det var bare hyggelig, det hadde vært veldig fint om vi kunne fått tilsendt oppgaven deres etter hvert.

Anders: Jada, det skal vi få til!

Håvard: Det er glimrende. Men da må dere ha lykke til videre.

Anders: Mange takk, og takk for intervjuet.

Håvard: Okay. Ha det godt.

Anders: Ha det bra!

Vedlegg 7: Markedsanalyse av Rabobank International

Tuesday 18 February 2014

Quick note

Nutreco

Fish Feed: upside in 2014 and risks are manageable

As 2014 could well become an excellent year for Fish Feed our estimates have 6% upside. We also believe that for the next 2-3 years, risks in salmon feed are manageable. We foresee sizeable cash returns, while valuation is fairly attractive at 12x 2015PER and 7.7x 2015EV/EBITDA. We maintain our Buy rating.

Forecast	2013	2014E	2015E	2016E
Sales (EURm)	3,868	4,095	4,247	4,407
EBITDA (EUR m)	258	272	287	304
EBIT before exceptionals (EUR m)	202	216	229	243
Recurring net income (EUR m)	148	166	184	196
EPS Recurring New (EUR)	2.14	2.40	2.66	2.84
EPS Recurring Old (EUR)	2.14	2.40	2.66	2.84
P/E	16.3	13.1	11.9	11.1
EV/EBITDA	10.8	8.3	7.7	7.1
FCF Yield (%)	8.7	9.5	10.5	11.2
Dividend Yield (%)	2.9	2.9	3.3	3.5

Source: Company data, Rabobank International

Year to December, fully diluted

Our 2014 estimates have upside, driven by Fish Feed

We met with management, which meeting provided us comfort regarding the prospects for Fish Feed and Animal Nutrition, for both the short and midterm. Despite all the noise about the capacity brought on stream by Marine Harvest, we actually believe that 2014 could become a strong year for Nutreco. Norwegian feed volumes might grow by c. 10%, while new capacity is unlikely to lead to a situation of oversupply in 2014. We anticipate that it will take Marine Harvest 2-3 years to run its first feed plant at full capacity (Figure 1). We therefore estimate that our projection for the group 2014 EBITA has 6-7% upside, mainly based on potentially better margins. Chances for substantial overcapacity seem limited when assuming annual growth of c. 5% and the Top-3 not adding new capacity. Remaining risks therefore include: (i) price competition between the Top-3 players, which should not be ruled out, and (ii) Marine Harvest becoming a producer for the free market or entering specialty feed. At this stage we regard these risks as limited for the next 2-3 years.

Volume growth for the former Premix division should be above 3%

We expect the Premix division to sustain its good momentum. Growth should be driven by specialty feed, feed additives and the premix operations in the developing markets, which activities account for an estimated 50% of sales. These activities should compensate for flat to negative growth in distribution and premix Europe. Its structural focus on R&D as well as the newly implemented new organisational structure should become key facilitators of the guided volume growth target of 3%. Please note that: (i) Canada will likely grow by 0-1%, (ii) in case management would not be confident to achieve mentioned 3%, it would probably have communicated this during the FY13 event.

Substantial cash return likely

With big M&A unlikely and assuming that the disposal of Meat generates proceeds of EUR 270m, we continue to see room for a sizeable cash return. We perceive that management: (i) has no intentions to sit on a pile of cash, (ii) remains somewhat cautious towards the size of a potential cash return, also as Meat still has to be sold, (iii) prioritizes to maintain an attractive dividend payout ratio of 45%. At 12x 2015PER and 7.7x 2015EV/EBITDA, we rate the shares a Buy.



Rabo

Rating	Buy
Price target (12m)	EUR 36.00
Price 14-Feb-2014	EUR 31.53
Up-/downside	14.2%

Food Products

Netherlands

Market capitalisation

EUR 2,182m

Avg (3month) daily turnover

208,592

Reuters

NUTRAS

Bloomberg

NUONA

Web site

www.nutreco.com

Share Performance

	1m	3m	12m
Nutreco	-12.2	-12.7	-6.5
AMX	-0.7	5.6	18.6

Agenda

None --

Analysts

Patrick Roquas

+31 (0)30 712 4470

patrick.roquas@rabobank.com

Karel Zoete

+31 (0)30 712 4476

karel.zoete@rabobank.com

Rabobank International GFM

Equity Sales

+ 31 30 216 9101

Equity Sales Trading

+31 30 216 9123

www.rabotransact.com

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Nutreco - 18 February 2014

Figure 1: Demand & Supply Salmon Feed Norway						
Norway (x ton)	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
MH Plant 1	0	100	200	220	220	220
MH Plant 2	0	0	0	0	100	200
Total	0	100	200	220	320	420
Av. capacity Skretting	750	750	750	750	750	750
Av. capacity Ewos	750	750	750	750	750	750
Av. capacity Biomar	400	400	400	400	400	400
Capacity Marine Harvest	0	100	200	220	320	420
Industry capacity in Norway	1900	2000	2100	2120	2220	2320
additional capacity		100	100	20	100	100
% of total		5%	5%	1%	5%	4%
Base case Norwegian demand: c. 5% growth p.a.	1800	1980	2079	2183	2292	2407
additional demand		180	99	104	109	115
undercapacity		20	21	-63	-72	-87
Bull case Norwegian demand: c. 8% growth p.a.	1800	1980	2138	2309	2494	2694
additional demand		180	158	171	185	200
Over / under capacity		20	-38	-189	-274	-374

Source: Rabobank International

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Nutreco - 18 February 2014

Financial Information

Financial Information	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Income Statement (EUR mln)								
Revenues	4,512	4,166	4,721	3,822	3,868	4,095	4,247	4,407
Cost of sales	-3,538	-3,295	-3,734	-3,023	-3,097	-3,279	-3,401	-3,529
Gross profit	973	871	987	799	771	816	846	878
Operating costs	745	609	702	538	513	544	560	574
EBITDA	228	262	286	261	258	272	287	304
Depreciation	53	53	53	41	42	42	44	47
EBITA (before exceptionals)	175	210	232	220	216	229	243	257
Exceptional Items	5	23	23	13	7	2	0	0
Amortisation of goodwill & other ITA	-12	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14
EBIT	163	197	218	207	202	216	229	243
Net financial result	-32	-34	-27	-26	-29	-18	-8	-6
Other pre-tax items	-5	-23	-23	-13	0	0	0	0
EBT	126	140	168	168	170	199	224	241
Income taxes	-35	-37	-46	-54	-42	-49	-54	-58
Minority interests	-3	2	1	1	0	0	0	0
Other post-tax items / participation	1	2	3	3	4	4	4	4
Extraordinary Items & Discontinued Operations	5	17	19	-5	-16	3	0	-0
Net income	90	107	126	118	128	151	170	182
Extraordinary Items & Amortisation	17	36	40	25	20	15	14	14
Net income recurring (cash)	108	144	166	143	148	166	184	196
Balance Sheet (EUR mln)								
Cash & Cash equivalents	233	231	177	263	147	134	178	232
Current assets	976	1,131	1,328	1,411	1,464	1,070	1,109	1,149
Tangible fixed assets	517	565	583	640	500	549	597	641
Goodwill	310	347	361	408	429	416	402	388
Other intangible assets	0	0	0	0	0	0	0	0
Other non-current assets	90	88	101	96	84	84	84	84
Total Assets	2,125	2,362	2,549	2,818	2,624	2,252	2,369	2,494
Short-term debt	42	156	58	43	160	60	60	60
Current liabs	846	1,030	1,071	1,242	1,032	782	904	930
Long-term debt	414	282	370	481	360	160	160	160
Other non-current liabs	84	74	167	70	111	111	111	111
Minority interest	11	10	9	9	20	20	20	20
Total equity	730	809	875	972	942	1,023	1,115	1,213
Total liabs & equity	2,125	2,361	2,549	2,818	2,624	2,155	2,369	2,494
Net debt	223	207	252	262	373	86	42	-13
Invested capital	564	592	674	739	908	812	777	835
Invested capital excl. historical goodwill	564	592	674	739	908	812	777	835
Off balance lease liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0
Net pension assets	0	0	0	0	0	0	0	0
Cash Flow Statement (EUR mln)								
Operating income	163	197	218	207	202	216	229	243
Depreciation & Amortisation	-41	-39	-39	-27	-28	-28	-30	-33
Other non-cash Items	-1	0	0	0	0	0	0	0
Change in Working Capital	117	29	-156	89	-53	-16	-11	-11
Change in Provisions	28	-10	93	-97	0	0	0	0
Cash taxes	-35	-37	-46	-54	-42	-49	-54	-58
Cash interest	-32	-34	-27	-26	-29	-18	-8	-6
Cash impact associates & minorities	-1	-22	-20	-10	-7	-2	0	0
Other cash exceptionals / cash flow assets held for sale	0	0	0	0	0	0	0	0
Operating cash flow	302	191	129	163	128	188	215	230
CAPEX	92	107	138	154	86	92	92	91
Acquisitions & Disposals	0	0	0	0	-76	260	0	0
Other Investments	13	-2	13	-4	-13	0	0	0
Cash Flow from Investments	104	106	150	150	-3	352	92	91
Cash dividend	-38	-45	-53	-49	-69	-69	-78	-84
Change in Equity	0	0	0	0	0	0	0	0
Change in Bank Debt	-140	-18	-9	96	0	-300	0	0
Other adjustments	-3	1	-1	1	0	0	0	0
Cash Flow from Financing	-181	-61	-63	48	-69	-369	-78	-84
FX effect	0	0	0	0	0	0	0	0
Change in Cash	17	30	-80	78	-122	-87	163	73
Free Cash Flow	198	85	-21	13	42	96	123	139

Source: Rabobank International

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Nutreco - 18 February 2014

Financial Information								
Fiscal year ends 12/2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Per share items								
Shares outstanding (avg. mln)	34.6	69.8	69.5	69.2	69.2	69.2	69.2	69.2
Shares outstanding fully diluted (avg. mln)	35.0	69.5	69.2	69.2	69.2	69.2	69.2	69.2
Share price (average)	15.1	23.8	25.1	28.2	35.0	31.5	31.5	31.5
EPS reported	2.61	3.23	1.87	1.94	2.18	2.17	2.46	2.64
EPS recurring	3.11	3.91	2.39	2.05	2.14	2.40	2.66	2.84
FCF per share	5.71	1.22	-0.30	0.19	2.75	3.01	3.30	3.52
Book value per share	21.10	23.02	12.54	13.98	13.62	14.79	16.11	17.53
Dividend per share	1.32	1.50	1.80	0.82	0.91	0.91	1.03	1.11
% Growth								
Revenues	-8.7	-7.7	13.3	-19.1	1.2	5.9	3.7	3.8
Organic revenue growth	0	-7.7	13.3	-19.1	1.2	5.9	3.7	3.8
EBITA	-3.8	19.9	10.2	-4.8	-2.1	6.4	5.8	5.8
Organic EBITA growth	0	10.1	12.6	-1.1	0.8	9.5	7.2	6.1
Net income recurring	-6.0	33.5	15.8	-14.2	3.6	12.2	10.8	6.7
Dividend per share	-8.8	13.5	20.0	-54.4	11.4	-0.3	13.3	7.2
Margins & returns								
Gross margin	21.6	20.9	20.9	20.9	19.9	19.9	19.9	19.9
EBITDA margin	5.1	6.3	6.0	6.8	6.7	6.6	6.8	6.9
EBITDA margin (before exceptionals)	3.6	4.7	4.6	5.4	5.2	5.3	5.4	5.5
Net recurring margin	2.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.1	4.3	4.5
ROE	12.4	13.3	14.4	12.1	13.6	14.7	15.3	15.0
ROIC	20.6	26.6	26.9	22.9	19.2	19.6	22.5	23.6
ROIC excl. historical goodwill	20.6	26.6	26.9	22.9	19.2	19.6	22.5	23.6
EVA spread (ROIC - WACC)	13.8	19.7	20.0	16.0	12.3	12.7	15.7	16.7
Valuation								
Enterprise Value (mln)	753.0	1,861.5	1,985.6	2,210.1	2,791.4	2,267.7	2,223.3	2,168.9
P/E recurring (x)	4.9	6.1	10.5	13.7	16.3	13.1	11.9	11.1
P/FCF (x)	2.7	19.5	-83.8	146.4	12.7	10.5	9.6	9.0
P/B (x)	3.0	2.7	2.5	2.2	2.3	2.1	2.0	1.8
Dividend yield (%)	4.2	4.8	5.7	2.6	2.9	2.9	3.3	3.5
Free Cash Flow Yield (%)	18.1	3.9	-0.9	0.6	8.7	9.5	10.5	11.2
EV/Sales (x)	0.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	3.3	7.1	7.0	8.5	10.8	8.3	7.7	7.1
EV/EBITA (x)	4.6	9.5	9.1	10.7	13.8	10.5	9.7	8.9
EV/Invested capital	1.2	3.2	3.1	3.1	3.4	2.6	2.8	2.7
EV/FCF (x)	3.8	21.9	-95.5	166.1	66.2	23.6	18.1	15.6
Leverage & ratios								
Net debt/EBITDA	1.0	0.8	0.9	1.0	1.4	0.3	0.1	-0.0
Interest cover	7.2	7.8	10.4	9.9	9.0	15.1	35.9	50.7
Solvency (Equity / Total assets)	34.4	34.3	34.3	34.5	35.9	45.4	47.1	48.7
Working capital as % of revenues	2.9	2.4	5.5	4.4	11.2	7.0	4.8	5.0
CAPEX/revenues	2.0	2.6	2.9	4.0	2.2	2.2	2.2	2.1
Dividend pay-out ratio (%)	50.6	46.4	96.2	42.2	42.0	42.0	42.0	42.0
Inventory period days	29.9	34.7	33.8	46.4	38.9	26.6	26.9	26.9
Trade debtor days	44.0	45.0	43.6	55.4	59.9	63.9	64.6	64.5
Trade creditor days	67.3	80.2	79.2	107.4	90.6	65.6	66.2	66.2
Cash cycle	6.7	-0.4	-1.8	-5.5	8.3	25.0	25.2	25.2

Source: Rabobank International

Finansiell risikostyring i Skretting AS

Nutreco - 18 February 2014

Disclaimer Appendix

The information and opinions in this document were prepared by Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. (also referred to throughout this report under its trade name "Rabobank International"), independently of the companies mentioned in this document (further called the "Company"). Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. is registered with the Dutch Authority for the Financial Markets ("Autoriteit Financiële Markten"). Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. has no authority whatsoever to give any information or make any representation or warranty on behalf of the Company or any person in connection with any offering of the Company. In particular, the opinions and projections expressed in this document are entirely those of Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. and are given as part of its normal research activities and not as a manager or underwriter of any offering or as an agent for the Company or any other person. This document is not a prospectus or information memorandum whatsoever of the Company and is based on information available to the public. The information and opinions contained in this document have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable, but no representation or warranty, express or implied, is made as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions and estimates expressed in this document are subject to change without notice. The returns on investments which have been achieved in the past do not serve as a warranty for the future.

This document is for information purposes only and is not, and should not be construed as an offer of sale or subscription to, or as a solicitation for an offer to buy or subscribe to any securities or derivatives. The information contained in this document is published to assist the recipient, but is not to be relied upon as authoritative or taken as a substitute for the exercise of judgment by any recipient. Any decision to purchase or subscribe to securities in any offering must be made solely on the basis of information contained in the prospectus or other offering circular issued by the Company in connection with such offering. Recipients of this document should consult their own broker-dealer, investment adviser or investment manager in order to determine if an investment in the securities mentioned in this document would be a suitable investment. None of Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. or its affiliates accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection therewith.

Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. or its affiliates, their directors and/or representatives, and/or employees, and/or families may have a long or short position in any of the securities issued by the Company, or any related investment, at any time, and may make a purchase, and/or sale of any of the securities issued by the Company, or any related investment, from time to time in the open market, or otherwise, in each case either as principals or as agents. Persons connected with Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. or other entities of the group to which it belongs may provide or have provided corporate finance and/or other services to the Company.

Canada

The securities discussed in this research report may only be distributed in Canada in accordance with applicable federal, provincial and territorial securities laws and are available only from persons who are authorized to distribute such securities in the applicable Canadian jurisdiction. Canadian recipients of this research report are advised that the securities discussed herein may not be eligible for sale in all Canadian jurisdictions. This research report is not, and under no circumstances is it to be construed as, an advertisement or a public offering in Canada of the securities discussed herein. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report or the merits of the securities discussed herein and any representation to the contrary is an offence.

Japan

Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted to Japan, or distributed directly or indirectly in Japan.

United Kingdom

The distribution of this document in certain jurisdictions may be restricted by law, and recipients into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. When this document is distributed in or from the United Kingdom, it is directed only at persons who are authorized or exempted persons within the meaning of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom, or any other made there under, or to persons of a kind described in Part IV Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2001, or to persons who have been categorized as a "market counterparty or intermediate customer" in accordance with FSA rules. The document is not intended to be distributed, or passed on, directly or indirectly, to any other class of person who may not have professional experience in matters relating to investments, nor should it be relied upon by such persons.

United States

This report is intended for distribution in the United States solely to "major U.S. institutional investors," as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, and may not be furnished to any other person in the United States. Each major U.S. institutional investor that receives a copy of this research report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this research report to any other person. Any U.S. person receiving this report that desires to effect transactions in any security discussed in this report should effect transactions through Rabo Securities USA, Inc.

Rabo Securities USA, Inc. is a U.S. broker dealer subsidiary of Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank BA (Rabobank Nederland) and is a member of the FINRA. This report is distributed in the US solely to "major institutional investors" as defined in Rule 15a-6 of the US Securities and Exchange Act 1934. Each US recipient by its acceptance hereof warrants that it is a "major institutional investor" and understands the risks involved in dealing in securities or any financial instrument and shall not distribute nor provide this document, or any part thereof, to any other person.

Recommendation structure

Our recommendation system is based on the absolute upside/downside of a stock versus its price target. A Buy requires at least 10% upside; a Hold requires between 5% downside and 15% upside; a Reduce requires at least 1% downside. Given the volatility of share prices and our predisposition not to change recommendations too frequently, these performance parameters should be interpreted flexibly. Performance in this context only reflects capital appreciation and the horizon is 6 to 12 months.

The price target is the level the stock should currently trade at if the market supported the analyst's view of the stock, provided that the necessary catalysts are in place to effect this change in perception, within the performance horizon. In this way, therefore, the price target abstracts from the need to take a view on the market or sector. If it is felt that the catalysts are not fully in place to effect a re-rating of the stock to its warranted value the price target will differ from "fair" value. Price targets are based on a combination of several valuation approaches: the discounted cash flow methodology, a peer group comparison on relevant multiples and, when appropriate, a sum-of-the-parts analysis.

Information on our recommendation structure, distribution of recommendations, and complete disclosure information on companies covered by Rabobank International Equity Research is available at <http://equityresearch.rabobank.com/disclaimer/>.

This document may not be reproduced, distributed or published, in whole or in part, for any purpose, except for and subject to the conditions of the prior written consent of Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. By accepting this document, you agree to be bound by the foregoing restrictions. Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. and its employees are not subject to the FINRA's research analyst(s) conflict rules.