

Aleksander Wisløff

Erik Skjelstad

Thomas Strand

Vegard A. Grut

Verdsettelse av NRC Group ASA

Valuation of NRC Group ASA

SEMESTEROPPGAVE

Trondheim, Mai 2019

Spesialiseringsretning: Finansiell styring

Veileder: Hans Marius Eikseth

Forord:

Dette er en oppgave i finansiell styring skrevet ved NTNU Handelshøyskolen. Temaet i denne oppgaven er en fundamental verdsettelse av NRC Group ASA. Vi vil bruke kunnskapen vi har opparbeidet oss gjennom 3 år på Handelshøyskolen, med vekt på finansielle fag, til å gjennomføre denne verdsettelsen.

I verdsettelsen av NRC Group vil vi bruke relevant teori innen finans, økonomisk styring og regnskapsanalyse samt strategi og metode.

Valg av selskap kan begrunnes med at vi ønsket en bedre innsikt i selskapet NRC Group da vi ser på dette som en interessant investeringscase. Bransjen de opererer i, som hovedsakelig omhandler utbygging av jernbaneinfrastruktur, er også et dagsaktuelt tema i et miljøbevisst samfunn. Utbygging av jernbanenettverket i Norden er noe som vil kunne ha positive miljømessige fordeler. Vi fant det derfor spennende å analysere dette selskapet, og se om dette vil være lønnsomt for NRC Group fremover.

Arbeidet med oppgaven har vært spennende og lærerikt. Vi har lært mer om bransjen og hvilke utfordringer og muligheter den står ovenfor nå og i fremtiden. Vi har fått brukt mye av kunnskapen vår, samt tilegnet oss ny kunnskap når vi har møtt på utfordringer underveis.

Vi vil takke vår veileder, Hans Marius Eikseth for hjelp og veiledning. Vi vil også takke Mike Denis Becker for verdifulle innspill.

Trondheim, april 2019.

Sammendrag

Denne semesteroppgaven tar for seg en verdivurdering av NRC Group ASA. Formålet med oppgaven er å beregne en aksjekurs ut ifra de kvalitative og kvantitative data som er tilgjengelig. Til slutt vil vi sammenligne beregnet aksjeverdi og dagens aksjekurs på selskapet.

Oppgaven vil starte med en presentasjon av selskapets historie og forretningside. Deretter analyserer vi NRC Group strategisk. I den strategiske analysen bruker vi PESTEL- modellen til en makroanalyse, Porters fem konkurransekrefter til en mikroanalyse og VRIO-modellen til en intern analyse. De nevnte analysene vil til slutt bli oppsummert i en SWOT analyse. Den strategiske analysen hjelper oss med å identifisere eksterne og interne påvirkningskrefter som angår NRC Group.

Videre i oppgaven vil det bli gjennomført en regnskapsanalyse og en verdsettelse. Regnskapsanalysen vil bli gjennomført hovedsakelig ved bruk av nøkkeltall. Verdsettelsen består av to verdsettelsesmodeller, der den ene er ved bruk av DCF modell og den andre ved bruk av multippelanalyse. Årsaken til at vi bruker to modeller er for å sikre et bedre estimat.

Avslutningsvis kommer vi frem til et kursmål og i konklusjonen vil vi sammenligne kursmålet med dagens aksjekurs. Deretter vil vi kommentere om vi synes aksjen er under- eller overpriset i forhold til våre beregninger og analyser.

Abstract

This thesis is a valuation of the Norwegian company NRC Group ASA and it has a purpose to calculate the company's value or price based on available quantitative and qualitative data. At the end in the conclusion we compare the calculated stock price from our analysis and the current market price at Oslo Børs. In the first part of this thesis, we will present a description of the company's history and its business concept. Secondly, in the next part do we execute a strategic analysis, which contains both an internal- and external analysis. In the external analysis we apply the two following types of frameworks; The PESTEL model which is a macroanalysis and Porter Five Forces which is a microanalysis. Furthermore, in the internal analysis we will only focus on one particular framework, which is a VRIO analysis. In the end of the strategic analysis the three mentioned frameworks will be summarized in a SWOT model, to assess NRC Group's *strengths, weaknesses, opportunities and threats*. The strategic analysis helps us analyse the company's possible competitive advantages and the profitability in the industry NRC Group operates in. The thesis will further present a financial statement analysis and two valuation methods. In the valuation methods we will apply the discounted cash flow model (DCF) and a multiple analysis. The reason that we are using two various types of valuation methods in the fundamental analysis is to ensure better estimates and a better end result. A sensitivity analysis to anticipate different cases in the market will also be presented. Lastly, we will present a target price and compare it to the current market price. In the end we will also comment whether we think the NRC Groups stock is undervalued or overvalued based on our calculations and overall analysis.

1	INNLEDNING	8
2	METODE OG INNHENTET DATA	8
3	SELSKAP OG BRANSJEBESKRIVELSE	10
3.1	VISJON OG MÅL TIL NRC GROUP	10
3.2	SELSKAPETS HISTORIE	10
3.3	EIERSKAP	11
3.4	STYRET	11
3.5	ORGANISASJONEN.....	12
3.6	SAMFUNNSANSVAR	12
3.7	AKSJEN.....	13
4	STRATEGISK ANALYSE	13
4.1	EKSTERN ANALYSE	14
4.1.1	<i>Porters Bransjeanalyse</i>	14
4.1.2	<i>PESTEL analyse</i>	20
4.2	INTERN ANALYSE VED HJELP AV VRIO	24
4.3	SWOT.....	30
5	REGNSKAPSANALYSE	31
5.1	LØNNSOMHET	31
5.2	LIKVIDITET	36
5.3	SOLIDITET	38
5.4	OPPSUMMERING REGNSKAPSANALYSE	42
6	VERDSETTELSE	43
6.1.1	<i>Innledende betraktninger</i>	44
6.2	AVKASTNINGSKRAV	46
6.2.1	<i>Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC):</i>	46
6.2.2	<i>Egenkapitalkostand (CAPM):</i>	48
6.2.3	<i>Risikofri rente</i>	48
6.2.4	<i>Markedets risikopremie</i>	49
6.2.5	<i>Beregningen av Beta ved hjelp av kapitalverdimodellen</i>	49
6.2.6	<i>Gjeldsrente etter skatt:</i>	51
6.3	BRUK AV DCF-MODELLEN FOR VERDSETTELSEN.....	53

6.3.1	<i>Verdiberegning basert på totalkapitalmetoden</i>	53
6.3.2	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	54
6.4	MULTIPPELVERDSETTELSE	54
7	KONKLUSJON	57
8	KRITIKK	58

1 Innledning

I denne oppgaven gjør vi en verdivurdering av NRC Group ASA basert på en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og to former for verdsettelse. Vi bruker en DCF modell for å verdsette selskapets fremtidige kontantstrømmer og en multippelanalyse for å verdsette selskapet opp mot konkurrenter. Ved å kombinere disse, med bakgrunn i den strategiske- og regnskapsanalysen, vil vi komme frem til en verdi på selskapet. Problemstillingen vår er «Hva er NRC Group ASA verdt?». Hensikten med oppgaven er gjennom strategisk og fundamental analyse å belyse NRC Group sin markedsposisjon, muligheter for videre verdiskapning og vekst. Dette vil vi så sette sammen til en fundamental verdsettelse hvor vi kommer frem til en totalverdi på selskapets egenkapital. En problemstilling kan være eksplorerende eller testende, samt beskrivende eller forklarende. Det vi er ute etter her er å teste om NRC sin aksjekurs er lik markedsverdien selskapet har pr. dags dato. Det betyr at vår problemstilling vil være testende og beskrivende. Vi er ute etter å teste om markedsprisen stemmer, og avdekke realitetene rundt selskapets reelle verdier. Problemstillingen blir besvart gjennom bruk av ulike verdsettelsesmetoder for å se om markedsprisen på selskapet er representative for selskapets verdier eller om den er over/underpriset på børs. Problemstillingen vår er bred, og det er derfor mange måter å besvare denne på. Vi vil i oppgaven forklare fremgangsmåten, begrunne valg av estimer og modeller for å sikre god reliabilitet og validitet i oppgaven. Det vil da være lettere og etterprøve og sjekke at de beregningene vi har gjort stemmer.

2 Metode og innhentet data

Samfunnsvitenskapelig metode blir betraktet som fundamental for tilegnelse av ny kunnskap basert på empiri. Problemstillingen vil styre hvilke typer forskningsmetoder som velges, kvalitativ eller kvantitativ metode.

I vår oppgave vil vi anvende kvantitativ og kvalitativ metode litt om hverandre. Den strategiske analysen, hvor vi tar for oss eksterne og interne faktorer vil hovedsakelig være kvalitativ metode. Vi vil undersøke om NRC Group står ovenfor noen direkte utfordringer, selskapets markedsposisjon, fremtidige muligheter og trusler samt om de har noen fortrinn i forhold til sine konkurrenter.

Den fundamentale analysen, som baserer seg på tallanalyse vil være preget av kvantitativ metode. Vi vil bruke ulike tall-faste estimater i våre beregninger, som vi vil belyse ved bruk av tabeller og grafiske figurer. I denne delen av analysen vil vi anvende komparativ analyse i form av et utvalg multipler, samt en DCF modell for å komme frem til et kursmål pr. aksje.

Undersøkellesdesign omhandler den fremgangsmåten man bruker for å sikre at man samler inn data som gir gode svar på problemstillingen. Hvilket undersøkelsesdesign man velger å bruke skal styres av problemstillingen.

Det går et skille mellom ekstensive og intensive undersøkelsesdesign. Ekstensivt design går i bredden og kjennetegnes ved at man har mange enheter og få variabler inkludert i undersøkelsen. Intensivt design fokuserer på færre enheter, hvor enhetene beskrives ved bruk av flere uavhengige variabler.

I vår oppgave bruker vi intensivt design. Vi går i dybden på et fenomen og beskriver dette gjennom bruk av en rekke kvantitative variabler.

Mer spesifikt blir denne fundamentale verdsettelsen av NRC Group ASA en casestudie, hvor det som nevnt tidligere er hensiktsmessig å bruke både kvalitativ og kvantitativ metode. Dette kalles metodetriangulering og det er med på å øke verdsettelsens gyldighet. (Jacobsen, 2015).

Informasjonen vi bruker i vår studie er sekundærdata. Vi ser dette som mest hensiktsmessig, siden primærdata om selskapet er vanskelig å få tak i.

Ved bruk av sekundærdata er det viktig å være kritisk til datagrunnlaget man henter inn og anvender. Vi har vært nøye og kritiske ved innsamling av våre data, for å styrke verdsettelsens pålitelighet. Vi har tatt hensyn til kildenes kredibilitet og prioritert å bruke kilder fra offentlige institusjoner, faglitteratur og godt utvalgte finansielle tidsskrifter. Selskapets nettside og årsrapporter er også anvendt, og kan anses som en pålitelig og troverdig kilde til god informasjon. Men vi er her bevisst på at de har insentiver til å fremstille sitt eget selskap på en positiv måte.

I vår undersøkelse har vi hatt fokus på å ha høy grad av intern gyldighet. Vi passer derfor på at våre konklusjoner har dekning i innhentet datamateriell, samt at datamaterialet vårt representeres på en korrekt måte. Ekstern gyldighet er ikke relevant for vår casestudie.

3 Selskap og bransjebeskrivelse

NRC Group er Nordens største entreprenør innen banerelatert infrastruktur. Selskapet har virksomhet i Norge, Sverige og Finland. I tillegg til å være en totalleverandør av banerelaterte tjenester, leverer NRC Group også all transportrelatert infrastruktur som vei, havn, kai, broer og tunneler. (NRC Group Hjemmeside)

3.1 Visjon og mål til NRC Group

NRC Groups visjon og mål er å være *Nordens ledende entreprenør av jernbaneinfrastruktur*. For å nå dette har selskapet ambisjoner om å vokse, både organisk og gjennom oppkjøp. En del av NRC Groups strategi er å vokse gjennom oppkjøp av selskap som kan være med på å styrke deres kompetanse innen jernbaneutbygging. Dette for å posisjonere seg til større fremtidige prosjekter, som vil komme som resultat av større statlige investeringer i infrastruktur spesielt i Norge og Sverige.

3.2 Selskapets historie

NRC Group ble startet opp i 2011. I 2015 fusjonerte NRC seg med det svenske selskapet Blom ASA, og ble NRC Group ASA. Selskapet har siden 2015 hatt fokus på konsolidering i en fragmentert jernbanesektor. De har kjøpt opp en rekke selskaper for å kunne påta seg større og mer komplekse prosjekter innen baneinfrastruktur.

I 2016 ble NRC Group ASA den første jernbanespesialisten i Norge med ISO-sertifisering.

NRC Group har virksomhet Norge, Sverige og Finland. De er den ledende bane-entreprenøren i alle disse landene, spesielt etter konsolideringen med det finskeide selskapet VR Track som ble gjort i januar 2019.

Selskapet har nå over 2450 ansatte, opp fra 850 før de kjøpte opp VR Track. Det har hovedkontor på Lysaker i Oslo mens hovedkontor for den svenske avdelingen ligger i Gøteborg.

3.3 Eierskap

NRC Group ASA har 53 904 224 millioner aksjer utestående. Den største aksjonæren i selskapet er VR Group. Dette stammer fra oppkjøpet av VR Track. Som en del av betalingen fikk VR Group 9 877 953 aksjer i NRC Group. Dette tilsvarer 18.33% av den totale mengden av aksjene i selskapet. VR Group er eid av den finske stat, og kan derfor anses som en trygg og aktiv eier i selskapet. Når VR Track, som var en egen divisjon i VR Group, ble solgt til NRC Group, var det viktig for VR Group å få direkte eierskap i NRC Group. Dette fordi de vil være med å styre NRC Groups aktivitet, da spesielt i Finland.

Den nest største eieren i NRC Group er det norske selskapet Datum. Her finner vi den kjente norske investoren Jan Haudemann-Andersen som styreleder. Han er kjent for sine investeringer i blant annet oljeleteselskapet Norsk Vikingolje på 1980-tallet. Han gjorde også god butikk på sin investering i det tyske selskapet Nexus.

Han opprettet Datum AS på 90-tallet, sammen med advokat og investor Einar Jørgen Greve. Datum AS eier 5 100 000 millioner aksjer i NRC Group, noe som tilsvarer en eierandel på 9.46%.

Eierstrukturen preges av Norske, Svenske og Finske selskaper. (NRC Group 2019c)

3.4 Styret

Styret i NRC Group består av 7 erfarne styremedlemmer. Styrelederen er norske Helge Midttun. Midttun har bred erfaring fra en rekke ulike bransjer. Han har blant annet vært CEO i Fjord Seafoods ASA, CEO i Det norske Veritas og Aker Biomarine ASA. Han har også sittet som styremedlem i Statoil ASA (nå Equinor), Kværner ASA og Rieber og Sønn ASA.

Han har operert som styreleder i NRC Group siden 2015, og vært delaktig i konsolideringen som har skjedd i bransjen de seneste årene. Han eier 100 000 aksjer i selskapet, noe som tilsvarer rundt 6 millioner kroner med dagens aksjekurs. Styremedlemmer med eierskap i selskapet er et positivt tegn.

Den tidligere analytikerens i SEB, Brita Eilertsen, sitter også som styremedlem i selskapet. Hun har erfaring som styremedlem og sitter med en aksjepost på 35 000 aksjer i NRC Group.

Harald Arnett, som er daglig leder i Datum AS, sitter også som styremedlem. Han sitter som Datum AS sin representant i styret. Rolf Jansson sitter som VR Groups representant.

Øvrige styremedlemmer er Kjersti Kanne, Mats Williamson og Eva Nygren.

Hele styret, bortsett fra Eva Nygren, ble utnevnt styremedlemmer i 2015.

3.5 Organisasjonen

Ledelsen i NRC Group preges av et høyt kunnskapsnivå kombinert med erfaring fra jernbanebransjen. Dette gjelder spesielt CEO Øivind Horpestad, som har åtte års erfaring med ledelse og utvikling innen baneinfrastruktur. Han har sittet som CEO i NRC Group siden Mars 2016. Han sitter med 1 328 000 millioner aksjer i selskapet, tilsvarende nesten 80 millioner kroner. Han har også forward kontrakt på 500 000 aksjer i selskapet. En CEO med såpass stort eierskap i selskapet er en fordel, det senker faren for agency-problemer. Tiltroen til at CEO jobber for aksjonærene øker med størrelsen på hans/ hennes eget eierskap i selskapet. Vi anser derfor dette som positivt.

Selskapets CFO heter Dag Fladby og har erfaring fra f. eks det norske eiendomsselskapet Norwegian Property, hvor han var investeringsdirektør.

Den resterende delen av ledergruppen består av de daglige lederne i Norge, Sverige og Finland.

Hans Olav Storkås	MD NRC Norge
Lars Öhnman	MD NRC Sverige
Harri Lukkarinen	MD NRC Finland

3.6 Samfunnsansvar

NRC Group skal gjennom sine prosjekter bidra til en bærekraftig samfunnsutvikling. Gjennom rollen som totalleverandør kan selskapet sikre at bærekraft ivaretas i planleggingen og gjennomføringen av prosjektene.

I tråd med ISO 14001 skal interne retningslinjer og prosedyrer sikre miljøfokus fra et prosjekts begynnelse til slutt (NRC Group 2019c). Gjennom miljørisikoanalyser skal man finne frem til de beste løsningene, som ivaretar miljøet på en best mulig måte. Dette betyr at selskapet er pliktig å utføre prosjekter på en bærekraftig måte, noe som vil være et viktig miljøtiltak i entreprenørbransjen for alle som er underlagt dette regelverket.

Selskapet jobber også kontinuerlig med arbeidsmiljø, og har fokus på helse og sikkerhet for sine ansatte, samt rettferdige lønns- og arbeidsvilkår.

3.7 Aksjen

NRC Group aksjen er listet på Oslo Børs (OSE), med en Market Cap på 3,18 milliarder kroner. Selskapet har hatt en god utvikling på børs, med en jevn positiv trend frem til toppen i november 2018 (85.8 kroner/aksje). Etter den tid har aksjen falt sammen med majoriteten av aksjene på Oslo Børs grunnet handelskrig mellom USA og Kina, fallende oljepris og dårligere guideing for økonomisk vekst fremover, både nasjonalt og internasjonalt.

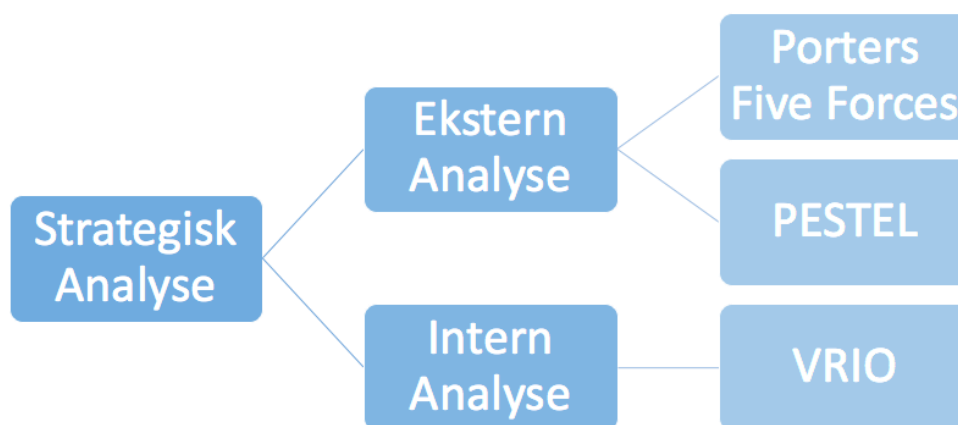
Selskapet har blitt straffet litt ved rapportering grunnet høye kostander, noe som kommer som et resultat av oppkjøpene de har gjort de seneste årene. Det vil ta litt tid før de vil få kontroll kostandene, men dette skal være priset inn i aksjen.

NRC Group sin utbyttestrategi er å kombinere utbyttebetalinger med oppgang i aksjeprisen. Selskapet uttaler selv at målet er å betale ut 30 prosent av overskuddet inneværende år. I 2016 betalte selskapet ut 0.8 kroner pr. aksje, mens i 2017 var utbytte på 1.75 kroner pr. aksje. Dette gir en utbytte-yield på ca. 3,00%.

4 Strategisk analyse

Hovedformålet med den strategiske analysen er å skape et bilde av hvordan NRC Group skaper verdier innad selskapet. For å kunne generere en fremtidig verdivekst er NRC investeringer nødt til å kunne skape avkastning som overstiger avkastningskravet. Slik verdivekst skapes gjennom å operere i lønnsomme bransjer eller inneha spesielle konkurransefortrinn (Kaldestad og Møller, 2016). Analysen av NRC bransje gjennomføres i en ekstern analyse, både ved et

mikro- og makroperspektiv, og da mer spesifikt ved hjelp av to rammeverk kalt Porter Five Forces og en Pestel analyse. I analysen angående selskapets konkurransefortrinn anvendes en intern analyse, og da mer spesifikt innenfor et rammeverk kalt VRIO. I en strategisk analyse hvor det fokuseres på lønnsomheten hos NRC Group, fokuserer den eksterne analysen på bransjen som en helhet, mens den interne analyse ser på fremtidsutsiktene angående lønnsomheten til NRC relativt til dens bransje.

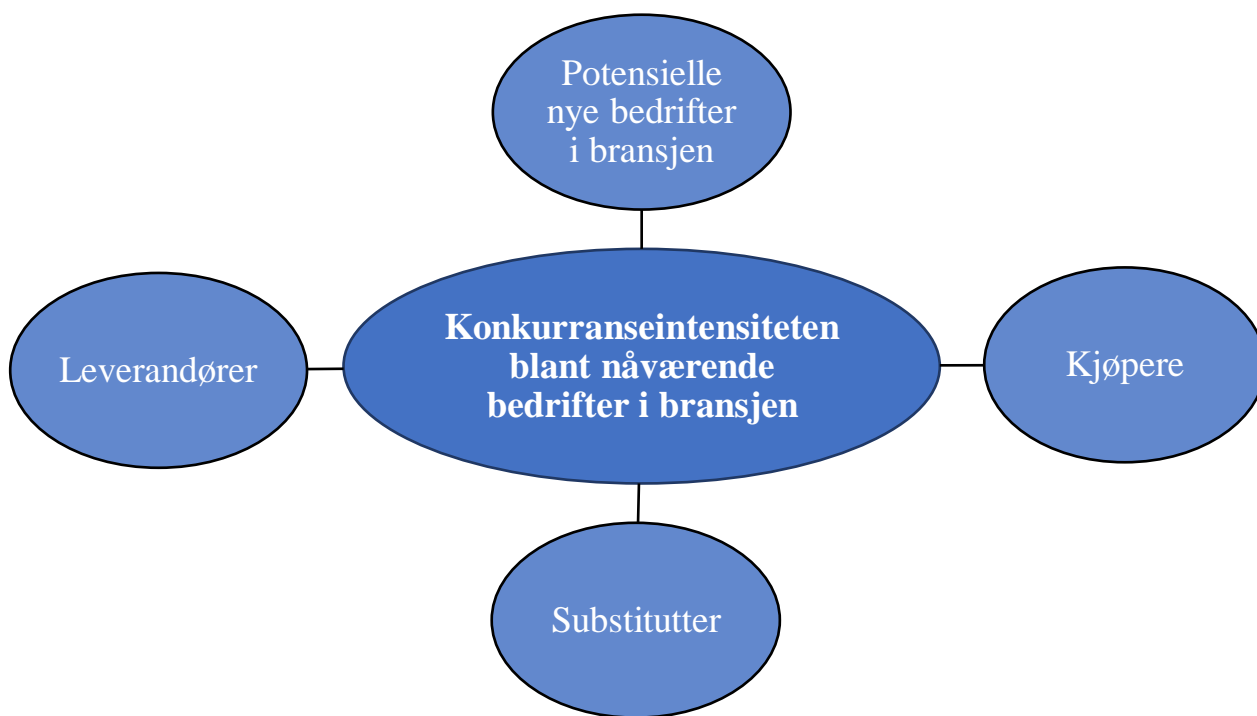


Figur 1: Oversikt over den strategiske analysen.

4.1 Ekstern analyse

4.1.1 Porters Bransjeanalyse

«Porters Five Forces» er en bransjeanalyse der en analyserer med et mikroperspektiv hvilke eksterne forhold som påvirker NRC Groups bransje. Rammeverket for analysen er utviklet av Michael Porter, hvor de følgende faktorene *etableringstrusler*, *konkurranseintensiteten blant nåværende bedrifter i bransjen*, *substitutter*, *kjøperens forhandlingsposisjon* og *leverandørens forhandlingsposisjon* er helt essensielle og avgjørende for å avgjøre en bransjes konkurranseintensitet eller dens rivalisering. (Porter & Bureid, 1987; Framnes, Pettersen, Thjømmøe og Blom, 2018). Konkurranseskraftene gir en indikasjon hvor lønnsom en bransje er. Med andre ord vil faktorene gi oss et rammeverk, hvor den totale styrken av de fem ulike faktorene forklarer en bransjes avkastningspotensial i forhold til investert kapital.



Figur 2: Porters five forces. Figuren er gjenskapt fra Porter, 2008.

Konkurransenintensiteten blant nåværende bedrifter i bransjen

AF gruppen, Veidekke, Skanska er NRC gruppens største konkurrenter, som alle opererer i Skandinavia. NRC Group opererer i hovedsak innen bane- og grunn entreprenør industrien. Innenfor det spesifikke entreprenør segmentet er NRC Group markedsledende i Norden.

Bane -og grunn entreprenør industrien preges av både høye etablerings og avviklingskostnader. Etableringen i deres bransje krever for det første en stor startkapital som gjør det mulig å gjennomføre store og nødvendige investeringer. Det krever kostnadskrevede driftsmidler, høyteknologi, og kunnskapsrike arbeidere. I tillegg til dette er hele det skandinaviske markedet innenfor jernbanekonstruksjon høyt regulert. Entreprenørene er avhengig av godkjennelser, vise til referanser og historie, og møte alle krav for å ha tillatelse til å gjennomføre service og tjenester innenfor bransjen (NRC Group, 2018). Dette gjør det lite fristende å innta NRC Group bransje. På en annen side bidrar kontrakter, høye faste kostnader og byttekostnader ved spesialiserte driftsmidler det kostnadsfullt å avvikle seg fra bransjen. Dette skaper igjen en

reaksjon der selskapene kjemper for å kunne bli i bransjen. Teorien trekker frem et slikt tilfelle med høye etablerings- og avviklingshindre som svært lønnsomme for en bransje, men også svært risikabel. (Porter & Bureid, 1987).

Kjøperens forhandlingsposisjon

De som bidrar til størst andel av NRC Groups inntekter og derav er kundene med størst påvirkningskraft, er for NRC Norge det statseide selskapet «Bane Nor», mens for NRC Sverige er det Trafikverket (NRC Group, 2017). Enhver bransje konkurrerer med dens kjøpere, som gjør alt de kan for å oppnå lave priser, høy kvalitet, og øke konkurranseintensitet blant konkurrentene, som igjen vil påvirke bransjens lønnsomhet (Porter & Bureid, 1987). Forhandlingsposisjoner som styrker kjøperens posisjon er typisk hvor kundegruppene er konsentrerte, stort volumkjøp, de kjøpte produkter består en stor del av deres totale kostnader, standardiserte eller ustandardiserte produkter og stor tilgang på informasjon.

Ovenfor ser vi at bransjens kjøpergruppe er *svært konsentrert*, bestående i hovedsak av Bane Nor og Trafikverket. Dette resulterer i at kjøperne har stor innflytelse på bransjens fortjenestemuligheter. Både Bane Nor og Trafikverkets hovedoppgaver ligger innenfor nasjonal jernbaneinfrastruktur, og derav vil *den andelen totale kostnader* i deres budsjett ligge innenfor NRC Groups bransje. Dette resulterer i en høy villighet til å forhandle om drift og vedlikeholdskontrakter tilknyttet nasjonenes jernbaneinfrastruktur, siden det i stor grad påvirker deres kostnadsnivå og videre bunnlinjen. Eksempel på kjøpernes sterke forhandlingsposisjon kommer fram ved at Bane Nor konkurranseutsetter jernbanedriften i ti områder (Bane Nor, 2018). En annen fordel kjøperne innehar er sine høye tilgang på informasjon overfor bransjens selskaper. Gjennom anbudskonkurranser på de ulike prosjektene innhenter kjøperen høy grad av informasjon eller gode indikatorer på etterspørsel og markedspriser hos de ulike tjenestene. Videre er NRC og de fleste selskapene i bransjen børsnoterte. Det fører til en lovpålagt plikt til å rapportere sine årsregnskap hvor også offentligheten skal ha krav på innsyn. Konsekvensene av slike lovpålagte plikter er kjøpere med bedre tilgang på informasjon med tanke på bransjens inntekts- og kostnadsbilde.

Ved en svært konsentrert kjøpergruppe med høye andel totale kostnader innenfor NRC bransje, stor villighet til å forhandle om kontrakter og stor tilgang på informasjon har kjøperne en sterk forhandlingsposisjon innenfor denne bransjen.

Leverandørenes forhandlingsposisjon

Mektige leverandører har ofte større muligheter å bevare verdier innad sitt selskap. Dette gjennom høyere prissetting og kvalitetsbegrensinger på produkter/service, som gjør de til store trusler innad en bransje. Leverandørgrupper har stor innflytelse der de inneholder *få bedrifter*, leverandørenes produkter er *heterogene eller differensierte* kombinert med *høye byttekostnader*, produktet til leverandøren er *essensielt for kjøperens sluttprodukt* og *ingen substitutter* ved handel med bransjen (Porter, 2008).

NRC tilbyr tjenester innenfor prosjektering, grunnarbeid, sporarbeid, sikkerhet, elektro og signal. Deres tjenester krever en utstyrsark som er spesialisert mot jernbanedriften, og slike leverandører er det få av. I følge prospektet deres (NRC Group, 2018)

er det de siste årene gjort ulike investeringer på tamping maskiner. Tamping maskinene investeres gjennom det østeriske selskapet (Plasser & Theurer, 2019), som igjen er den eneste produsenten i verden som tilbyr et komplett assortiment av utstyr innenfor vedlikehold av jernbaner (Plasser & Theurer, 2019). Dette indikerer det er svært kompliserte driftsmidler NRC Group investerer i, altså svært differensierte produkter det er vanskelig å kopiere, og derfor vanskelig for andre leverandører å etablere seg. Alle disse faktorene påpeker derfor leverandørene i NRC Groups bransje har en høy påvirkningskraft, og derfor en trussel for deres lønnsomhet.

På en annen side har NRC Group gjort grep for å forhindre leverandørenes høye forhandlingsposisjon. En konsolideringsprosess der flere oppkjøp og fusjoner har blitt gjennomført bidrar til å svekke konkurranseintensiteten hos selskapet. I 2017 hadde de de blant annet oppkjøp selskapene ALTi (grunn og konstruksjon arbeid samt prosjektledelse), HAG Anlegg AS (prosjektledelse innenfor transport og infrastruktur), SBB (jernbane og

infrastruktur) og Fibertech (kabelteknikk). *Derav tenker vi leverandørens forhandlingsposisjon er moderat.*

Etableringstrusler

Inntreden av nye selskaper innen en bransje fører først og fremst til ny tilgjengelig kapasitet. Det resulterer i en større etterspørsel fra selskaper om å ta en del av bransjens markedsandel. Videre vil dette legge et press på priser, kostnader og den nødvendige investeringsraten (Porter, 2008). Resultatet av nyetablering vil derfor skape en høyere rivalisering innad i bransjen, i tillegg til uroligheter for de allerede etablerte selskapers lønnsomhet. To faktorer avgjør nivået på etableringstrusler innad NRC Groups bransje, og det er etableringshindre og mottiltakene de allerede etablerte bedriftene velger å svare med (Porter, 2008).

Både de norske og svenske statsbudsjettene viser en storsatsning ved utviklingen av landenes jernbane infrastruktur. Det norske statsbudsjettet viser en forventet vekst på 9% ved lignende investeringer, og det budsjetterte beløpet ligger på 21 milliarder. Det svenske statsbudsjettet viser en vekst på 26 % ved deres investeringer og 6% økning i operative og vedlikehold innenfor landets jernbane infrastruktur. Beløpet de planlegger å investere ligger på 12,3 milliarder svenske kroner. (NRC Group 2, 2018).

En slik allokering av statsbudsjettet vil i prinsippet øke trusselen om nyetableringer, i form av mange muligheter og lønnsomme prosjekter det er mulig å delta i. På en annen side ligger det høye kapitalkrav til diverse driftsmidler og krav om kunnskapsrike arbeidere når slike bærekraftige prosjekter NRC Group driver med skal gjennomføres. Derav vil slike etableringshindre svekke trusselen om nyetablering, ved at mindre selskaper sliter med å tilfredsstille kravene om høye kapitalkrav og få tak i de kunnskapsrike medarbeiderne . Bane Nor har valgt å konkurranseutsette jernbanedriften og vedlikehold i høyere grad fra 2019 og utover, som igjen skaper interesse rundt bransjen. (Bane Nor, 2018). Dette gir de allerede etablerte selskapene samt NRC Group en mulighet, ved at gjennom sine stordriftsfordeler har mulighet å vinne disse kontraktene med lavere marginer. Priskonkurransen ved slike anbudskonkurranser kombinert med stordriftsfordelene NRC Group allerede har, er to mottiltak som høyst sannsynlig er avskrekkende ved å delta i konkurransen om å vinne disse områdene, og igjen minsker truslene om nyetablering.

Substitutter

Trusler om substitutter er trusler fra andre produkter enn hva de NRC og deres bransje tilbyr. På en annen side er de like ved at de kan utføre samme funksjon eller mer riktig dekker de samme behovene hos kunden. Typisk er substitutter en trussel ved at de setter en begrensning for NRC Groups bransjes lønnsomhet, med andre ord hvilke prisnivåer bransjen kan fastsette seg på (Porter & Bureid, 1987).

NRC opererer i hovedsak i den banerelaterte entreprenørindustrien, og har som hovedformål å utvikle en bærekraftig infrastruktur innenfor Skandinavia (NRC hjemmeside, 2019). NRC Groups bransjes mulige substitutter vil derfor dekke de nordiske innbyggernes transportbehov på en bærekraftig eller miljøvennlig måte. Mulige bærekraftige alternativer som er bedre enn jernbane hovedsakelig, vil påvirke statens etterspørsel å bygge ut landenes baneinfrastruktur, og igjen påvirke NRC Groups lønnsomhet.

Flybransjen dekker kundenes transportbehov, men bidrar ikke til et styrket bærekraftig samfunn. Fra Trondheim til Oslo er det i følge NSBs miljøkalkulator mer en fem ganger så miljøvennlig (målt i Co2 utslipp) å reise med tog i stedet for fly (NSB, 2019). Disse tallene konkluderer derfor med at flybransjen tilsomt foreligger som en substitutt trussel for NRC Group, ved at de har mye å gå på før de kan kategoriseres som en bærekraftig eller miljøutviklende bransje. Høyere etterspørsel etter biltransport, og da veiutbygging er en mulig substitutt trussel for NRC Group. Da er det mer spesifikt en høyere etterspørsel av elektroniske kjøretøy langs veiene som er et bærekraftig alternativ. Elbilmarkedet har de siste årene ekspandert i Norge, og det legges mer og mer til rette for en slik type kjøretøy i ulike lands infrastruktur. Uansett ser vi mer på dette som en mulighet enn en substitutt for NRC Group og dets bransje. Dette fordi det allerede opererer innenfor vegutbyggings-segmentet. Selv om NRC Group først og fremst er markedsledende ved baneinfrastruktur, har de gjennom sine konsolideringsprosesser (fusjon og oppkjøp) skaffet seg bred ekspertise, og da blant annet et styrket tilbud av vegutbygging.

Ved at NRC Group og de fleste selskap innenfor dets bransje allerede opererer innenfor vegbane- segmentet, og at flybransjen er særdeles lite miljøvennlig/bærekraftig ser vi trusler om mulige substitutter i fremtiden som svak.

4.1.2 PESTEL analyse

PESTEL står for Political, Economic, Social, Technological, Environmental og Legal (Sander, 2017). Det er en modell som brukes som et rammeverk for å analysere de eksterne forholdene som påvirker NRC Group. Vi bruker denne modellen for å analysere bedriften fra et makroøkonomisk perspektiv og faktorene vil hjelpe oss til å avdekke hvilke sentrale forhold NRC og deres konkurrenter må ta hensyn til nå og i fremtiden.

Politiske forhold

Politikk påvirker enhver bedrift, det kan være i form av skattenivå, handelsbarrierer og privatiseringspolitikk. I og med at NRC Group hovedsakelig har staten som kunde så blir de politiske forholdene enda mer sentrale. NRC Group opererer hovedsakelig i Norden, med størst aktivitet i Norge og Sverige. Alle landene i Norden kjennetegnes av at de er stabile demokratiske stater som har klare retningslinjer for hva som er rett og galt. Dette er positivt for NRC Group fordi de kan opptre i markeder med en stabil stat som setter klare og forutsigbare retningslinjer.

Alle land i Norden kjennetegnes av å ha en stor offentlig sektor der hovedansvaret for infrastrukturen er statens. Som nevnt i porters bransjeanalyse planlegger de nordiske landene store investeringer i både vei og bane i fremtiden. Norge har for eksempel vedtatt en nasjonal transportplan som strekker seg over tidsperioden 2018-2029 der det skal brukes 1064 milliarder til samferdsel og 45% av disse skal gå til jernbane (Samferdselsdepartementet, 2017). Dette er gode nyheter for NRC Group som den ledende aktøren for utbygging av jernbane i Norge. Det er mange prosjekter fra nasjonal transportplan som kan gi store kontrakter til NRC Group. Intercity prosjektet rundt Oslo er bare et eksempel på et stort oppdrag der NRC Group kan være en sentral bidragsyter i årene fremover.

Økonomiske forhold

De fleste bedrifter blir påvirket av det generelle inntektsnivået i samfunnet. NRC Group blir også påvirket, men ikke i like stor grad som for eksempel en konsument bedrift. Dette er grunnet at staten er hovedkunden til NRC Group og prosjektene og kontraktene de har bundet seg til foregår over en lang tidshorison. Samtidig kan NRC Group bli indirekte påvirket av økonomiske forhold hvis det kommer en nedgangsperiode i økonomien. Da får staten mindre skattepenger og må dermed kutte i prosjekter innenfor for eksempel samferdsel.

Norsk økonomi går godt for tiden og har kommet seg etter oljenedturen i 2014. Optimismen er tilbake igjen, men det er også en økonomi som går på høygir (NHO, 2019). Styringsrenten har vært lenge på 0,5% og ble nylig hevet til 1,00%. Norges Bank ser for seg at renten skal videre opp i de kommende årene, men dette avhenger mye av hvordan økonomien også går på verdensbasis. (Norges Bank, 2019)

De nordiske landene kjennetegnes av sterke offentlige stater, som har en solid økonomi. Selv om økonomiske svingninger skulle komme og føre til en økonomisk nedtur er det mye som skal til før staten kutter i vedtatte investeringer. Derfor er NRC Group i en gunstig økonomisk situasjon når det gjelder faren for økonomisk uro, siden staten er en såpass habil betaler. Risikoen går på om politikere ser det som gunstig å satse enda mer på infrastruktur hvis det skulle komme en økonomisk nedtur. I en slik situasjon er de blitt nødt til å prioritere hardere, og da kan det hende at faktorer som helse og arbeidsliv kommer før infrastruktur i rekken av prioriteringer.

Sosiokulturelle forhold

Norge hadde ved utgangen av 2018 en befolkning på 5,3 millioner og SSB prognoserer med at vi blir rundt 6 millioner ved utgangen av 2040. Dessuten blir det flere mennesker bosatt rundt de store byene og vi får en aldrende befolkning (SSB, 2018). Dette kan by på utfordringer og muligheter for NRC Group. En stigende befolkning vil føre til at flere tar tog, det kan dermed føre til økt aktivitet på jernbanen som vil føre til økt behov for vedlikehold. Flere adganger kan også føre til at det blir nødvendig å investere enda mer i en effektiv jernbane og dette kan NRC Group potensielt nyte godt av.

Norges befolkning blir stadig eldre. SSB regner med at fra en befolkning der 12 prosent er over 70 år i dag, vil 21 prosent være det i 2060. Dvs. at en av fem vil være over 70 år i 2060. Dette kan i likhet med befolkningsvekst være både positivt og negativt. Eldre mennesker holder seg mer hjemme og reiser mindre som følge av at de ikke har en jobb de går til hver dag. Helseproblemer som følge av aldring kan også føre til at eldre mennesker reiser mindre. Dette kan føre til at en økende andel av befolkningen ikke bruker like mye transport som før, og dermed blir det mindre etterspørsel etter infrastruktur.

På den andre siden er det rapporter fra SSB som konkluderer med at fremtidens eldre vil bli mer ressurssterke og klare seg bedre på egen hånd (Rogne & Syse, 2017). En hovedårsak her er teknologi og at flere eldre har høyere utdanning. Ressurssterke eldre vil ha et ønske om å reise mer ut i verden og fylle dagene sine med spennende opplevelser. Med et økt miljøfokus i dagens samfunn vil muligens tog bli en vinner når det kommer til reise siden det er svært miljøvennlig og dette vil være positivt for NRC Group.

Teknologi

Vi lever i en høyteknologisk verden der utviklingen går fort fremover. Jernbanebransjen bærer også preg av sterk teknologisk utvikling der nye løsninger kommer til. Teknologisk utvikling fører til at jernbanen blir mer attraktiv og dermed reiser folk mer med jernbane. De siste årene har det vært mye snakk om å innføre lyntog i Norge. Dette har vært mye debattert, men de fleste partier er enige i at det er for dyrt til å satse på dette i Norge (Johnsen, 2013). Med teknologisk utvikling som kan bringe kostnadene ned for utbygging av lyntog kan dette muligens bli aktuelt i Norge. Særlig med hensyn til miljøet kan lyntog bli en god erstatning for fly.

Teknologisk innovasjon på andre transportmidler kan by på utfordringer for jernbanen. Selvkjørende biler har kommet langt i utviklingen, samtidig som flere bilprodusenter satser mer på elektriske biler. Norge er et av landene i verden med høyest elbil andel. Dette kan by på utfordringer, siden hvis flere velger å kjøre bil fremfor tog så vil det bli mindre behov for investeringer i utbygging og vedlikehold av jernbane og dermed vil NRC Group miste store potensielle inntektskilder.

Miljømessige forhold

Kloden har aldri vært så varm som den er nå. Ifølge FNs klimarapport som ble publisert oktober 2018 så må det gjøre drastiske grep på verdensbasis for at man skal nå 1,5 gradersmålet innen 2030 (FN, 2018). Transportsektoren er en sektor der det kan kuttes mye i klimautslipp. Det pekes for eksempel på at det må flyttes mer transport fra fly over til fornybare transportmidler som jernbane og elbiler. Det er også et økt miljøfokus i befolkningen. Etter en svært tørr og varm sommer og en høst preget av mer ekstremvær så begynner folk og merke klimaendringene på kroppen. Dette har ført til økt fokus på miljø og for NRC Group sin del kan dette være svært positivt. Tog er et av de mest miljøvennlige transportmidlene vi har, og NRC Group er en av de største utbyggerne av jernbane. Det kan dermed åpne muligheter for flere investeringer i jernbane i årene som kommer. Miljøbevisste kunder vil også etterspørre flere og bedre jernbanestrekninger slik at klimamålene blir nådd.

Juridiske forhold

Jernbaneutbygging i Norden foregår under et strengt regelverk. De fleste offentlige infrastrukturprosjekter blir satt ut på anbud. Dette gjelder også jernbaneutbygging. Da gjelder EUs reglement for anbudskonkurranse (Lovdata, 2016) Dette er et strengt regelverk der det er satt klare prosedyrer for hvordan et anbud skal gjennomføres. Alle selskaper som er registrert innenfor EU skal ha mulighet til å delta i anbudskonkurransen og det skal klart spesifiseres hva som skal gjøres og krav til tilbyderer. Det kommer også en god del krav som omhandler kontraktsinngåelse. Dette kan være både positivt og negativt for NRC Group. Strengt krav og prosedyrer fra EU kan være med på å lukke ut useriøse aktører slik at det blir et mer seriøst marked. Samtidig blir det økt konkurranse med anbudskonkurranse, og dette kan føre til at profitten til NRC Group blir redusert.

De nordiske landene skiller seg ut med at de har strenge lover innenfor arbeidslivet der bedriften i høy grad blir ansvarliggjort for å bevare arbeidstakerne. Det stilles høye krav til sikkerhet på arbeidsplassen og det er klare retningslinjer for HMS og oppfølging av de ansatte. De strenge kravene til arbeidsgiver vil føre til at NRC Group får en fordel siden de kun opptrer i de nordiske landene og de er et norsk selskap. De har dermed opparbeidet seg erfaring og kompetanse rundt

hva som kreves for å bli oppfattet som en seriøs aktør og hvilke lover og retningslinjer de må holde seg innenfor i de nordiske landene.

4.2 Intern Analyse ved hjelp av VRIO

En analyse av en bedrifts interne ressurser er viktig for å kunne avdekke eventuelle styrker og svakheter som finnes innad i organisasjonen. Slike analyser går gjerne innenfor det som generelt kalles et «ressursbasert syn på en bedrift». Felles for ressursbaserte analyser er at de baseres på to antakelser (Barney, 2011):

- Antakelsen om ressursheterogenitet: En bedrift består av et utvalg produktive ressurser, og at ulike bedrifter innehar ulike ressurser.
- Antakelsen om ressursimmobilitet: Noen av disse ressursene som en bedrift innehar er enten veldig kostbar å kopiere, eller vanskelig å anskaffe.

En ting å merke seg er at når det her er snakk om ressurser, tenkes det først og fremst på to hovedtyper: håndgripelige- og «usynlige»- ressurser. I mange tilfeller er det de usynlige ressursene som fører til et varig konkurransefortrinn, da slike ressurser gjerne er vanskeligst å kopiere.

Rammeverket

Etttersom det ressursbaserte perspektivet fort kan oppleves som noe abstrakt, er det utviklet et rammeverk basert på de overnevnte antakelsene. Dette rammeverket kalles VRIO. Det er strukturert slik at man ved hjelp av fire spørsmål skal kunne beslutte om en ressurs er en styrke eller ikke. Disse fire spørsmålene er:

1. *Spørsmål om Verdi (Value)*: Dette går på om ressursene i bedriften gjør det mulig for de å svare på trusler og muligheter i markedet. For at en ressurs skal være en styrke, må den altså være i stand til å utnytte muligheter, eller unngå negative effekter av trusler. For å oppsummere, så kan vi si at en ressurs er verdifull hvis, og bare hvis, den enten reduserer bedriftens kostnader, eller øker betalingsvilligheten til kundene (Barney,2011).

2. *Spørsmål om Sjeldenhet (Rarity)*: Det å ha en verdifull ressurs er et viktig utgangspunkt med tanke på å skaffe seg avkastning som er høyere enn bransjestandarden. Derimot om alle i bransjen besitter den samme verdifulle ressursen kommer man til kort. I beste fall vil man da oppnå lik avkastning som resten av bransjen. Dette betyr ikke at man skal overse verdifulle ressurser bare fordi de ikke er sjeldne. Om man ikke besitter en slik ressurs vil man raskt havne i bakleksa i forhold til konkurrentene og oppnå lavere avkastning enn bransjen generelt.
3. *Spørsmål om Imiterbarhet (Imitability)*: Dette punktet går på hvor kostnadskrevene eller vanskelig det er for konkurrentene å skaffe seg en sjelden ressurs i besittelse av en eller få selskaper i bransjen. Hvis det enten er dyrt (innkjøp, FOU) eller umulig (patent, geografi) å skaffe seg denne ressursen for konkurrenter vil det kunne regnes som et langsiktig konkurransefortrinn for bedriften som besitter den.
4. *Spørsmål om Organisasjon (Organisation)*: En bedrifts potensial for å få et vedvarende konkurransefortrinn avhenger av kravene ovenfor, men selv om alle kravene er oppfylt, er det ikke sikkert at bedriften behersker å utnytte det. En bedrift må være organisert på riktig måte for å få utnyttet det potensielle konkurransefortrinnet. Her nevner Barney (Barney,2011) ting som rapporteringsstruktur, kontrollsystemer og kompensasjonsmodeller som viktige komponenter for at en organisasjon skal fungere så godt som mulig.

Ved bruk av modellen vil bedriften kunne avdekke et konkurransefortrinn, en svakhet eller bare en bransjeparitet. Hvor lenge dette eventuelle fortrinnet vil kunne generere avkastning høyere enn bransjestandarden avhenger av hvor mange av «kravene» som blir møtt. Dette blir illustrert i den generelle tabellen nedenfor.

Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Utnyttet av organisasjonen	Implikasjoner	Avkastning
Nei	-	-	-	Ulempe	Under normal
Ja	Nei	-	-	Paritet	Normal
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn	Høyere enn normal
Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende konkurransefortrinn	Høyere enn normal

Tabell 1: VRIO. Tabellen oppsummerer rammeverket til VRIO-modellen. Tabellen er gjenskapt fra Barney, 2011.

Dette utgjør det teoretiske rammeverket for å analysere de interne ressursene med hensyn på bransjen bedriften opererer i. Videre må denne teorien overføres til praksis, ved at man anvender den på observerte ressurser. I praksis kan det være hjelpsomt å dele inn bedriftens ressurser i ulike grupper. Vi velger å bruke en lik inndeling som Barney i vår analyse, og dele bedriftens ressursbase inn i finansielle-, fysiske-, menneskelige- og organisatoriske ressurser.

Når vi gjennomfører VRIO-analysen vil vi ofte henvise til «markedet», «bransjen» eller «konkurrentene». Det henvises da til sammenligninger med andre selskaper som vi anser som relativt like som NRC Group, og som vi kommer til å benytte senere i oppgaven. Disse selskapene er: Veidekke ASA, Skanska og AF Gruppen. Det gir mening å sammenlikne med disse selskapene, da det ofte er disse som konkurrerer mot hverandre i anbudskonkurranser.

Fra bedriftens egne hjemmesider kan man lese følgende:

“Sound business conduct and a clearly defined environmental profile coupled with knowledge, skills and experience are amongst the Group’s most important competitive advantages”. (NRC Group, 2018)

Fra sitatet kan man lese at NRC Group selv mener at de oppnår konkurransefordeler gjennom at de har en solid forretningsadferd, en definert miljøprofil og samtidig kunnskap, ferdigheter og erfaring. De første to punktene kan sies å gå under organisatoriske ressurser, mens det siste punktet er en menneskelig ressurs.

Videre kan man lese:

“The Company believes that the Group is uniquely positioned to take on complex rail, road and harbour infrastructure projects due to its capabilities covering the entire value chain.” (NRC Group, 2018)

Dette kan forstås som at de implisitt mener at de har et konkurransefortrinn gjennom at de er tilstede i hele verdikjeden. Dette kan også kategoriseres som en organisatorisk ressurs.

En gjennomgang av disse med hensyn på VRIO-rammeverket vil kunne si mer om i hvilken grad de nevnte ressursene er et konkurransefortrinn eller ikke.

Spørsmål om verdi:

Selv om begrepet er noe diffust, så kan nok solid forretningsadferd tolkes dit hen at det det både kan sørge for lavere kostnader for NRC Group og også være en faktor for at kundene er villig til å betale en høyere pris, enn om bedriften for eksempel hadde hatt en dårlig forretningsadferd. Videre kan det nok også argumenteres for at en definert miljøprofil og kunnskap, ferdigheter og erfaring også er ting som er verdifullt for en bedrift. Gjennom å ha hele verdikjeden har de mulighet til å ta hele prosjekter selv, noe som gjør at de kanskje kan få reduserte kostnader, og at kunde er villig til å betale mer, siden de kun trenger å forholde seg til en entreprenør.

Spørsmål om sjeldenhet:

Når det kommer til sjeldenhet må vi se ressursen i forhold til hva konkurrentene har av ressurser. Vi tror det er vanskelig å forsvare at NRC Group har en overlegen forretningsadferd, en mye bedre miljøpolitikk eller mye mer erfarne ansatte sammenliknet med konkurrentene. Siden disse ressursene ikke kan sies å være særlig sjeldne, vil de ikke være et konkurransefortrinn, men heller som en nødvendighet for å ikke havne i bakleksa i forhold til konkurrentene.

Derimot kan den fullverdige verdikjeden anses å være spesiell for NRC Group. Blant de konkurrentene vi har valgt så er det ikke noen andre som kan skilte med å kunne levere hele verdikjeden, fra grunnarbeid, til bane, og videre til alt av kommunikasjon og elektronikk. Etter oppkjøpet av VR Group er NRC Group nordens største selskap som leverer hele verdikjeden, og dette kan dermed sies å være både verdifullt og sjeldent. Siden de to første kravene er oppfylt vil dette ses på som et midlertidig konkurransefortrinn.

Spørsmål om imiterbarhet:

Etter å ha sett på om de verdifulle ressursene er sjeldne, og avdekket at NRC Group har et midlertidig konkurransefortrinn i form av at de er til stede i hele verdikjeden, må man spørre seg selv: Hvor lett er det for konkurrentene å skaffe seg denne ressursen? Med dette menes det både om det er vanskelig/umulig å skaffe seg den rent praktisk (patent) og om det medfører store kostnadsulempere for bedriften å anskaffe ressursen, sammenliknet med de som allerede har den.

For å kunne tilegne seg hele verdikjeden så trengs det kapital (maskiner, nye avdelinger), kunnskap og godkjenninger fra staten til å drive med ulike installeringer. Dette nevner NRC Group, i prospektet fra november uttrykkelig at de selv har:

“The Company has all the necessary approvals to work within the train, tram and subway segments, including installation approval of electrical installations” (NRC Group, 2018).

Av de sammenlignbare selskapene vi har valgt ut, er det ingen som har verken den nødvendige strukturen, eller de nødvendige godkjenningene. Oss bekjent har de heller ikke noe tanker om å skaffe seg hele verdikjeden.

Dette kan tyde på at verdikjeden kan regnes som et vedvarende konkurransefortrinn, gitt at de klarer å få ut potensialet gjennom organisasjonen.

Spørsmål om organisasjon:

Selv om en ressurs «sjekker av» på alle de foregående kravene, trengs det også en fornuftig organisasjon for å kunne oppnå potensialet for konkurransefortrinn. Det er flere faktorer som spiller inn her men de som ofte blir trukket frem er bl.a. kontrollsystemer, rapporteringsstruktur og kompensasjonspolitik. Dette er ting som i seg selv ikke kan være konkurransefortrinn, men som fortsatt må være på plass om man skal kunne realisere de andre konkurransefortrinnene.

Her er det vanskelig å komme med noen klare innvendinger på ting som er bedre/dårligere i NRC enn blant konkurrentene. Dog kan man anta at NRC Group er godt organisert i forhold til å kunne gjøre oppkjøp, basert på den enorme mengden selskaper de har kjøpt opp den siste tiden. Dette har også vært en viktig bidragsyter til at NRC Group nå kan skilte med at de er til stede i hele verdikjeden.

Oppsummering av VRIO-analysen:

Ved å gjennomføre en VRIO- analyse har vi avdekket en immateriell eiendel som potensielt kan gi NRC Group et langvarig konkurransefortrinn, ettersom det oppfyller alle kravene.

Gjennom at de er til stede i hele verdikjeden har de mulighet til å levere fullverdige løsninger til kunden. Dette kan i andre omgang øke betalingsvilligheten til kundene, da de slipper mange langtekkelige anbudsprosesser, og NRC Group kan utnytte dette til å skaffe seg en avkastning over gjennomsnittet.

Svakheter med VRIO-analysen:

«Sorte svaner»: Selv om et firma har oppnådd det vi tidligere har omtalt som et vedvarende konkurransefortrinn, er det uvisst hvor lenge det holder. Da tenker vi ikke på at det er andre selskaper som truer konkurransefortrinnet, men heller på muligheter og trusler i markedet

generelt, og gjerne da ting som ikke er forventet. En VRIO-analyse utgjør dermed en usikkerhet, gjennom at markedet som helhet er i konstant endring (Barney, 2011).

Analyseenheten: I VRIO-modellen gjør man et dypdykk inn i bedriften for å avdekke interne ressurser som kan utgjøre et konkurransefortrinn. Dette er gjerne mye vanskeligere enn å f.eks se på makrobildet, da det gjerne finnes en del statlige rapporter, og at informasjon om makroforhold generelt er en del enklere å skaffe. Analysen blir enda vanskeligere når man legger til at mange av ressursene som utgjør et konkurransefortrinn, ofte er «usynlige» ressurser (Barney, 2011).

4.3 SWOT

Tilslutt har vi samlet de viktigste poengene fra den eksterne og interne analysen i en SWOT analyse. SWOT analysen er et rammeverk som beskriver NRC Groups overordnede markedssituasjon. SWOT analysen analyserer NRC Groups posisjon i forhold til styrker, svakheter, muligheter og trusler. (Erichsen, Solberg, Stiklestad, 2018)

<u>Styrker</u>	<u>Muligheter</u>
- Spesialisert virksomhet	- Ekspansjon til andre europeiske land
- Hele verdikjeden	- Nasjonal Transportplan
- Nasjonal Transportplan	- Anbudskonkurranser
- Få konkurrenter i bransjen	- Ressurssterke eldre reiser mer
- Stordriftsandeler ved anbudskonkurranser	
- Økt miljøfokus	
- Erfaring rundt nordisk praksis	

<u>Svakheter</u>	<u>Trusler</u>
- Få kunder	- Kompliserte driftsmidler
- Få leverandører	- Få leverandører
	- Ressurssvake eldre reiser mindre

Figur 3: SWOT. Figuren viser en oppsummering av den strategiske analysen gjennom en SWOT-analyse.

NRC Group har hatt en sterk utvikling de siste årene, og det er flere faktorer som gjør dem til en markedsleder innenfor sitt segment. Ser vi på styrkene til NRC Group ser vi at det er mange faktorer som gjør dem til et sterkt selskap. Etablering av hele verdikjeden og spesialisering innenfor en virksomhet er faktorer som har stått for en sterk utvikling til NRC Group. Samtidig gjør denne spesialiseringen selskapet sårbart for endringer til kunder og leverandører, siden det er så få av dem.

Fremover tror vi NRC Group vil oppleve gode muligheter. Det er stor satsning på jernbane i de nordiske landene og vi mener at NRC Group er spesielt godt rustet til å ta en fordel av dette. Samtidig vet ingen hva fremtiden bringer og det kan skje endringer fort. Vi tror derfor det vil være viktig for NRC Group og være klar over de truslene de står ovenfor og kontinuerlig følge med på endringer i markedet.

5 Regnskapsanalyse

For å få et bedre overblikk over NRC Groups økonomiske situasjon og fundament vil vi gjennomføre en regnskapsanalyse. Dette vil hjelpe oss ved å belyse forhold som lønnsomhet, likviditet og soliditet. Analysen består hovedsakelig av en nøkkeltallsanalyse bestående av forholdstall. Fordelen med forholdstall er at de er enkle å bruke og man kan lett sammenligne tallene med konkurrenter.

Alle tallene i analysen er hentet fra NRC Groups årsrapporter fra 2014 til 2018. I nøkkeltallsanalysen har vi regnet ut et bransjesnitt for markedet NRC Group opererer i. Bransjesnittet er beregnet ut ifra selskaper som har en stor virksomhet innenfor infrastruktur. Selskapene som inngår i bransjesnittet er Veidekke, Skanska og AF Gruppen. Det må påpekes at disse tre selskapene er større og driver en mer omfattende virksomhet enn NRC Group. Alle disse tre selskapene er for eksempel stor innenfor bygg, anlegg og eiendom som er tre høyt ekspanderte segmenter innenfor norsk industri, med en god lønnsomhet.

5.1 Lønnsomhet

Ved en verdsettelse av et selskap er en viktig forutsetning at selskapet skal drive forretning inn i «all fremtid». For at selskapet skal kunne klare det, er det essensielt at de klarer å drive lønnsomt. Vi har plukket ut tre nøkkeltall for å forsøke å si noe om lønnsomheten til NRC Group, og skal også sammenlikne disse med resten av bransjen.

De tre nøkkeltallene vi har valgt å se nærmere på er; total kapitalrentabilitet, egen kapitalrentabilitet etter skatt og driftsmargin.

Total kapitalrentabilitet

Total kapitalrentabiliteten måler en bedrifts evne til å skape verdier av de eiendelene som selskapet besitter. Det forteller altså noe om effektiviteten til ledelsen. Som vi skal se litt på lenger ned, er det best å bruke dette nøkkeltallet til å sammenlikne selskaper innenfor samme bransje.

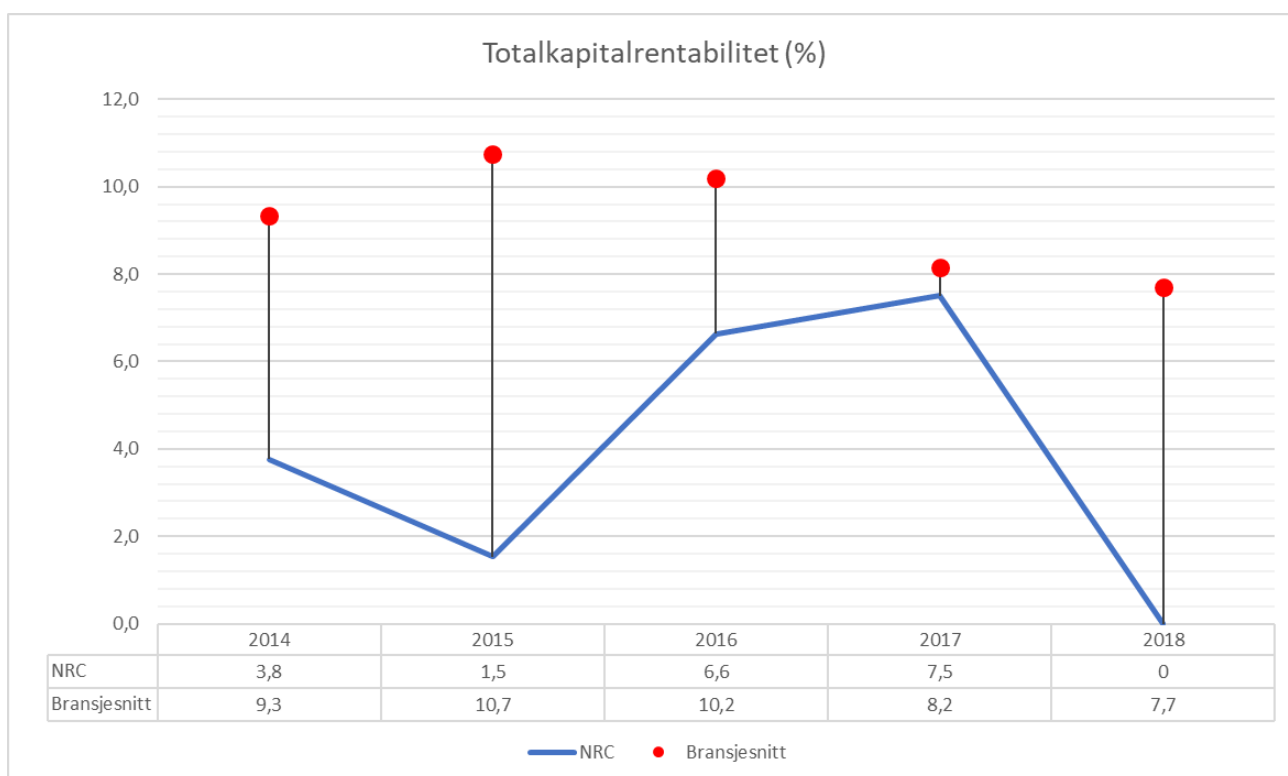
Formelen vi har brukt for å regne ut total kapitalens rentabilitet følger nedenfor:

$$\text{Total kapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnader}) * 100}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Et generelt krav til total kapitalrentabiliteten er at den bør ligge mellom 10 – 15%, men dette varierer fra selskap til selskap og bransje til bransje og bør derfor tolkes deretter. Man bør altså helst finne et snitt for bransjen som selskapet opererer i, og sammenlikne med dette. Et annet krav er at tallet bør ligge over den renten selskapet betaler for sine lån.

Grafen nedenfor viser utviklingen i total kapitalrentabilitet for NRC Group siden 2014, sammenliknet med bransjesnittet. Som vi kan se har NRC Group hatt en dårligere avkastning på total kapitalen for samtlige år vi har tatt med i analysen. Selv om dette isolert sett er

negativt, har utviklingen de siste årene tendert mot at NRC Group nærmer seg konkurrentene, med unntak av 2018. 2018 var et år preget av mye oppkjøp samt en restrukturering i Sverige, og dette har det bragt med seg store kostnader. På grunn av at omfanget av problemene i Sverige er noe usikkert har vi valgt å ikke justere for dette, og forventer at avkastningen er på linje med resten av bransjen i årene fremover. Det vil også være et krav om at de får økt avkastningen på totalkapitalen for at den skal komme seg over den renten som de betaler på lånene sine, som vi har beregnet til 3,55 %.



Figur 4: Totalkapitalrentabilitet. Figuren viser utvikling i avkastning på totalkapitalen fra 2014 til 2018 for NRC sammenliknet med snittet for bransjen.

Egenkapitalrentabilitet etter skatt

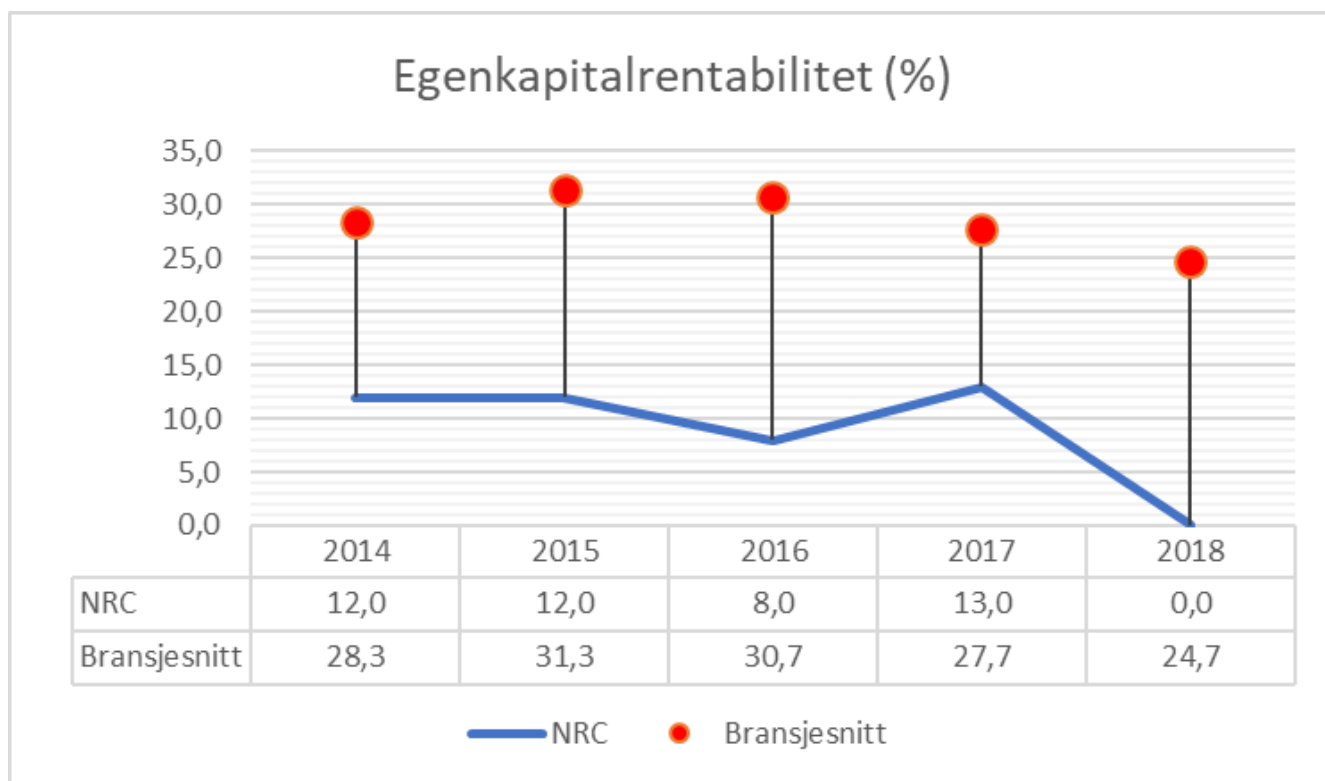
Videre har vi valgt å se på avkastningen på egenkapitalen. Dette nøkkeltallet forteller hvor høy avkastning eierne har på den kapitalen de har bidratt med til selskapet, hvilket i bunn og grunn er det man som investor bryr seg om. En svakhet med nøkkeltallet er at det ikke tar hensyn til gjeldsgraden til selskapet. En høy avkastning på egenkapitalen kan skyldes at selskapet har mye gjeld, og man bør derfor ha det i tankene når man benytter seg av tallet. Derfor bør man også se det i sammenheng med totalkapitalrentabilitet som vi allerede har vært innom. I likhet med

avkastning på totalkapitalen er det her også fornuftig å sammenlikne med selskaper innenfor samme bransje, siden enkelte bransjer er mer kapitalintensive, og får som et resultat en lavere avkastning på kapitalen. Det finnes altså ikke noe absolutt krav om hva tallet skal ligge på, men en tommelfingerregel er at den bør ligge over omtrent 10% i snitt.

Formelen for egenkapitalrentabilitet er:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat} * 100}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Grafen nedenfor forteller i stor grad den samme historien som avkastning på totalkapital. Vi ser at NRC Group jevnt over har prestert noe dårligere enn bransjen. Samtidig ser vi at de klarer seg rimelig bra i forhold til det generelle kravet på omtrent 10%. Slik som med totalkapitalrentabiliteten bør ledelsen også jobbe med å nærme seg bransjen på dette punktet.



Figur 5: Egenkapitalrentabilitet. Figuren viser utvikling i avkastning på egenkapitalen fra 2014 til 2018 for NRC sammenliknet med snittet for bransjen.

Driftsmargin

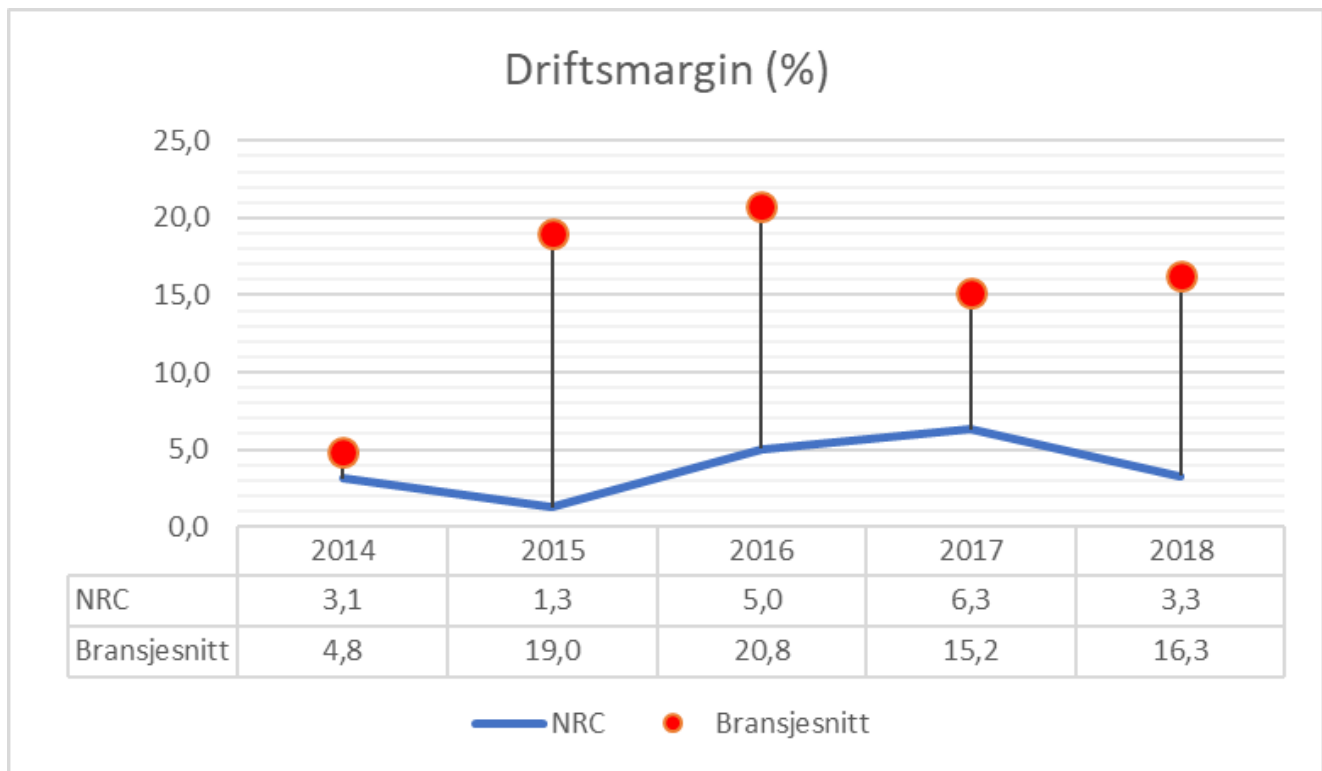
Driftsmargin er et tall som forteller hvor stor del av inntektene selskapet sitter igjen med etter å ha trukket fra kostnadene knyttet til å skaffe seg inntektene. Her tar man altså ikke med finanskostnader og finansinntekter, og man får i større grad vurdert lønnsomheten av driften, uten å ta hensyn til finansieringen av selskapet. Tallet kan også fortelle noe om hvor risikabel bedriften er. Store svingninger i driftsmarginen vil være et tegn på at bedriften er mer risikabel.

Formelen for driftsmargin er som følger:

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100}{\text{Sum driftsinntekter}}$$

Fra grafen nedenfor kan vi se at NRC Group har hatt en svakere driftsmargin enn snittet for bransjen de siste årene. Som for de andre nøkkeltallene bør også driftsmarginen for 2018 tas med en klype salt, på grunn av faktorer nevnt tidligere. Det er vanskelig å trekke frem hva som er grunnen til de svake tallene i de foregående årene, og det er sannsynligvis sammensatt av flere faktorer. En av disse faktorene kan være at NRC Group i stor grad leaser mange av anleggsmidlene sine, og vil derfor få en større driftskostnad enn sammenlignbare selskaper. Dette viser seg igjen på blant annet gjeldsgraden, der vi kan se at NRC Group ligger godt under snittet.

Likevel er dette noe som ledelsen burde ta hånd om, og forsøke å nærme seg resten av bransjen i større grad.



Figur 6: Driftsmargin. Figuren viser utvikling i driftsmargin fra 2014 til 2018 for NRC sammenliknet med snittet for bransjen.

5.2 Likviditet

I denne del av regnskapsanalysen vurderes NRC Group og deres bransjes betalingsevne ovenfor deres kommende forpliktelser eller mer korrekt deres kortsiktige gjeld. Det å ha en god kontantstrøm er helt essensielt for å være kapabel til å betale sine forfalte forpliktelser, og derav minske risikoen for likviditetsproblemer. Vi velger å fokusere på forholdstall gjennom likviditetsgrad 1 i vår likviditetsanalyse.

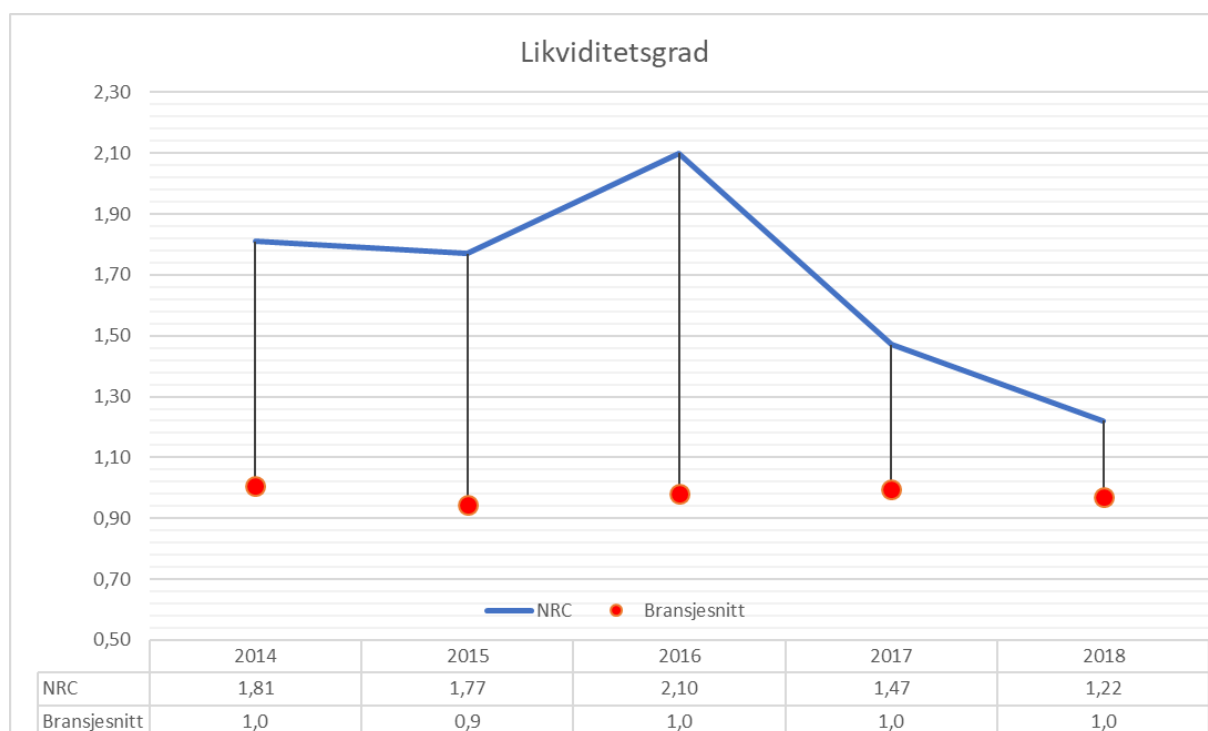
Likviditetsgrad 1 («Current ratio»)

Dette forholdstallet gir en enkel indikasjon på hvor mye av NRC Group og den resterende bransjes omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. Begge disse balansepostene, omløpsmidler og kortsiktig gjeld, gir oss et bilde av selskapenes forventede kontantstrøm. Omløpsmidler er ressurser i selskapet som kan likvideres innenfor ett års tidsperspektiv (Proff, 2019). Med andre ord er det eiendeler som lett kan realiseres og derav konverteres til

innbetalinger. Kortsiktig gjeld derimot er forpliktelse som et selskap innehar, med en forfallstid på ett år eller mindre (Proff, 2019). Med andre ord er kortsiktig gjeld utbetalinger eller en bedrifts kortsiktige betalingsforpliktelse (Langli, 2016). Likviditetsgrad 1 gis av følgende formel:

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

Utgangspunktet der omløpsmidler er et anslag på innbetalinger og kortsiktig gjeld et anslag på utbetalinger i kontantstrømmen, vil gi oss et informativt forholdstall ut ifra likviditetsgrad 1 formelen. Et forholdstall >1 forklarer at selskapet har høyere andel innbetalinger enn utbetalinger. Ifølge eldre normer påpeker litteraturen at for å ha en god likviditet burde et selskap ha en likviditetsgrad 1 på minimum 2 (Langli, 2016).



Figur 7: Likviditetsgrad. Figuren viser utvikling i likviditetsgrad fra 2014 til 2018 for NRC sammenliknet med snittet for bransjen.

Ut ifra grafen og tallene ovenfor ser vi NRC Group fra hadde en stigende likviditetsgrad fra 2014 til 2016. Toppunktet i grafen eller det høyeste forholdstallet i tabellen for NRC Group er i 2016. Da var andelen midler som kan likvideres innenfor ett år dobbelt så høy sammenlignet med deres kortsiktige gjeld. Med andre ord hadde NRC Group en svært god likviditet i 2016. Selv om selskapets likviditetsgrad har vært synkende, og har gått ned fra 2,10 i 2016 til 1,22 i 2018, vil vi påstå at nåværende grad av likviditet er respektabel og god. Derav trenger ikke leverandører, långivere og selgere å frykte at NRC Group ikke overholder sine kortsiktige forpliktelser. Som nevnt ovenfor, er minimumskravet på 2 i likviditetsgrad et gammelt normtall. Siden disse normtallene ble fastsatt har markeder etablert seg til å blitt særdeles mer effektive. Mer effektive ved at deres likviditetsprosesser (omgjøring fra «ting» til kontanter), ved for eks. varelageret og ulike investeringsprosesser er blitt vesentlig kjappere enn hva det var når disse normtallene ble satt. Dette fører igjen til at kravet på å ha likviditetsgrad $1 > 2$ ikke er nødvendig (Langli, 2016). Et bedre utgangspunkt er derfor å se på den likviditetsgrad som er nødvendig i bransjen, og derav sammenligne NRC Group med disse tallene.

Entreprenørbransjen har de siste fem årene hatt en veldig stabil likviditetsgrad på rundt 1. Det vil si at selskapene i bransjen (AF, Skanska og Veidekke) har svært lik fordeling av omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Selv om NRC har hatt et vesentlig fall i sitt forholdstall siden 2016, er likviditeten hos NRC Group god sammenlignet med bransjen. En likviditetsgrad > 1 forteller også at de har omløpsmidler som er langsiktig finansiert, som er å foretrekke (Langli, 2016).

Alt i alt sammenlignet med hva bransjen opererer med av likviditetsgrader er NRC Groups forholdstall akkurat som det har vært de siste fem årene, nemlig markant høyere enn sine konkurrenter. Derfor vil vi påpeke at NRC Group har en meget god likviditet.

5.3 Soliditet

Soliditet er et uttrykk for en bedrifts evne til å tåle tap. Bedrifter med høy egenkapitalandel kjennetegnes ved at de har høy grad av soliditet og hvis de har lav egenkapitalandel vil de ha lav soliditet. Graden av soliditet påvirkes av hvor mye overskudd bedriften holder tilbake og hvor mye lån den tar på seg. Bedrifter med høy soliditet har mindre risiko enn de med lav soliditet.

For å analysere soliditeten til NRC Group har vi brukt følgende nøkkeltall:

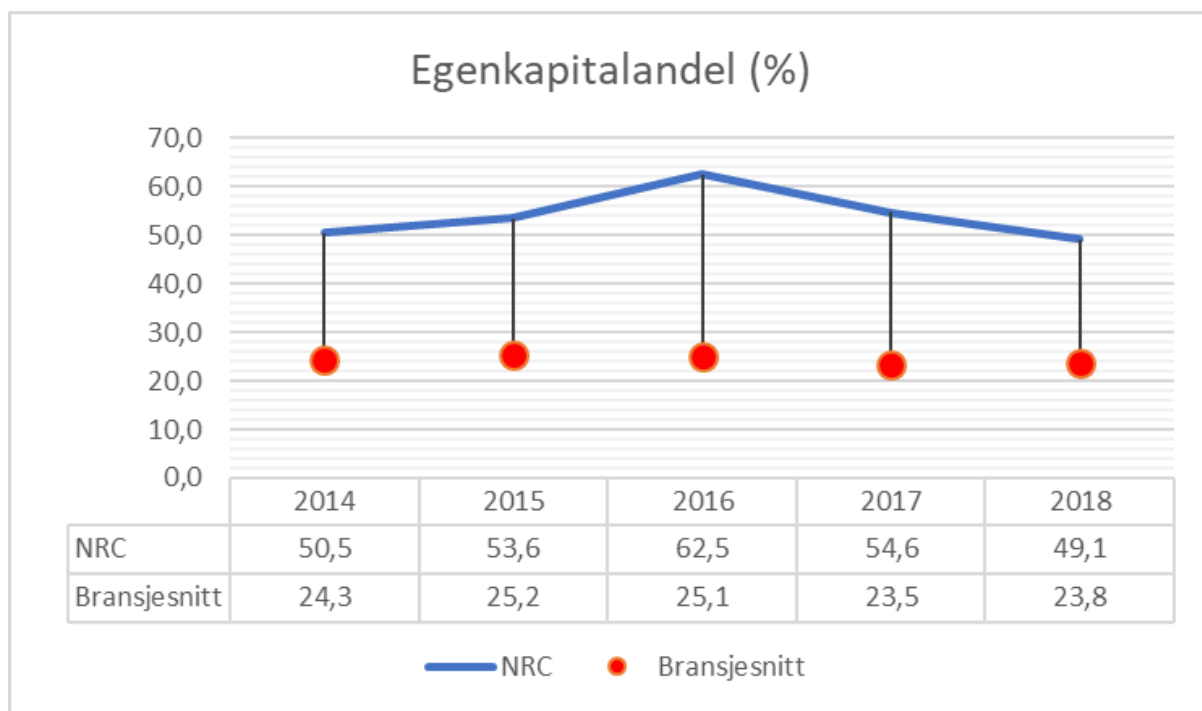
- Egenkapitalandel
- Rentedekningsgrad
- Gjeldsgrad

Egenkapitalandel

Egenkapitalandel er et mål på soliditet og viser i hvor stor grad eiendelene er finansiert med egne midler. Formelen for egenkapitalandel er:

$$Egenkapitalandel (\%) = \frac{Sum\ egenkapital * 100}{Sum\ egenkapital + Sum\ gjeld}$$

Det er ikke satt noe spesifikt krav til hva egenkapitalandelen bør være. Egenkapitalandelen varierer mye mellom ulike bransjer og bedrifters risiko. Det vil i utgangspunktet være positivt å ha en høy egenkapitalandel, da dette gjør bedriften i stand til å takle perioder med tap. Aksjeloven stiller også spesifikke krav til at aksje og allmennaksjeselskap skal ha forsvarlig egenkapital, dette er for å sikre kreditorer og andre interessenter i selskapet, slik at de unngår tap. NRC Group hadde i 2018 en høy egenkapitalprosent på 49,1%. Egenkapitalandelen har holdt seg stabilt høy og ligger langt over bransjesnittet. Dette gjør NRC Group til et solid og sterkt selskap. De vil tåle tap hvis noe uforutsett skulle forekomme, og de vil ha finansielle muskler og en beredskap for å kunne gjøre ønskede strategiske investeringer. På en annen side gir denne høye egenkapitalandelen lavere avkastning på egenkapitalen og det kan tyde på at NRC Group binder unødig mye kapital for eierne.



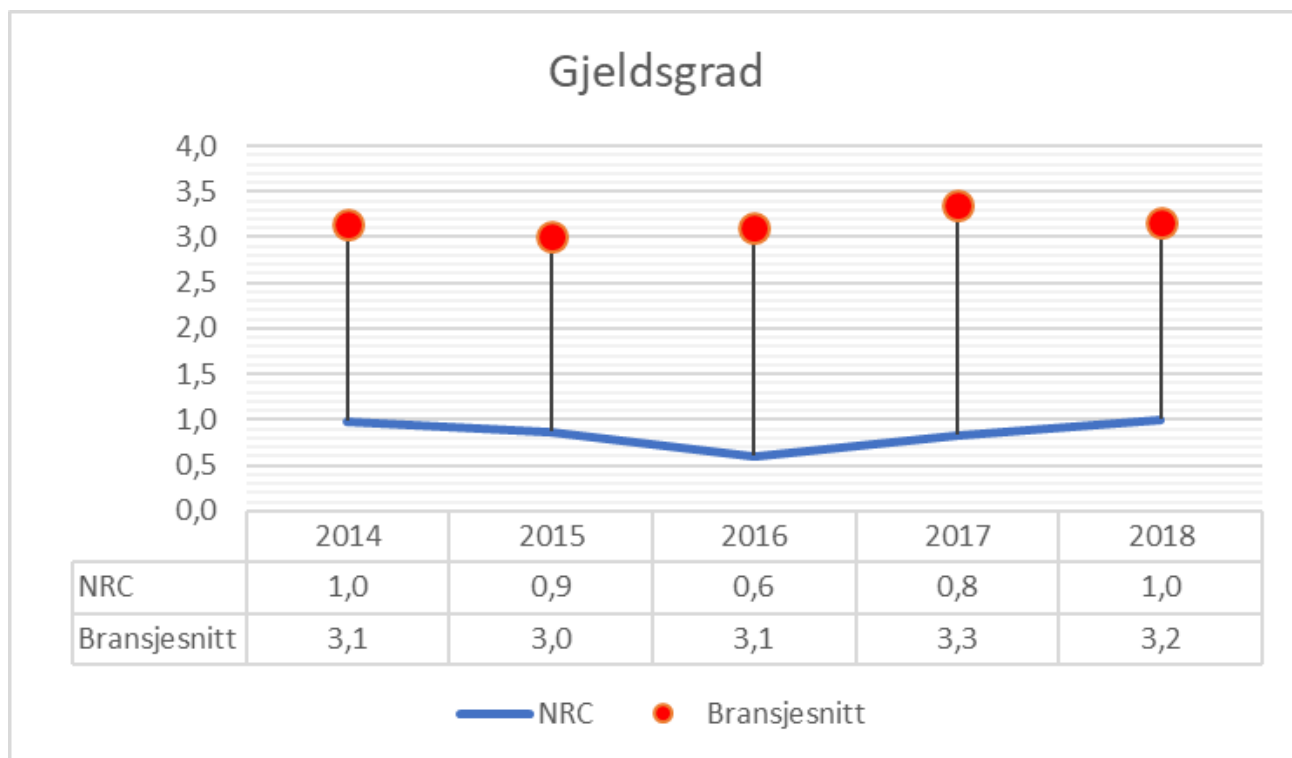
Figur 8: Egenkapitalandel. Figuren viser utvikling i egenkapitalandel fra 2014 til 2018 for NRC sammenliknet med snittet for bransjen.

Gjeldsgrad

Gjeldsgrad forteller hvor stor gjelden i firmaet er i forhold til egenkapitalen. En høy gjeldsgrad tilsier at gjeldsbelastningen er høy i forhold til den egenkapitalen firmaet innehar, og en lav gjeldsgrad tilsier at gjeldsbelastningen er lav i forhold til egenkapitalen. Gjeldsgrad påvirker firmaets risiko, da en høy gjeldsgrad fører til høye rentebetalinger og avdrag. Gjeldsgraden kan ha stor innvirkning på lønnsomheten til et selskap. Er resultatet positivt og gjeldsgraden høy så blir det god avkastning på egenkapitalen. Formelen for gjeldsgrad er:

$$Gjeldsgrad = \frac{Sum\ gjeld}{Sum\ egenkapital}$$

Gjeldsgraden til NRC Group er lav og har holdt seg relativt stabil de siste fem årene. Vi ser at gjeldsgraden ble redusert fra 2014 til 2016, og for så å ta seg opp igjen fram til 2018. Økt gjeldsgrad fra 2016 skyldes hovedsakelig oppkjøp av bedrifter til konsernet. Sammenlignet med bransjesnittet har NRC Group en lav gjeldsgrad. Mens bransjesnittet ligger på rundt 3 har NRC Group en gjeldsgrad på rundt 1. Dette gjør NRC Group til et trygt og solid selskap.



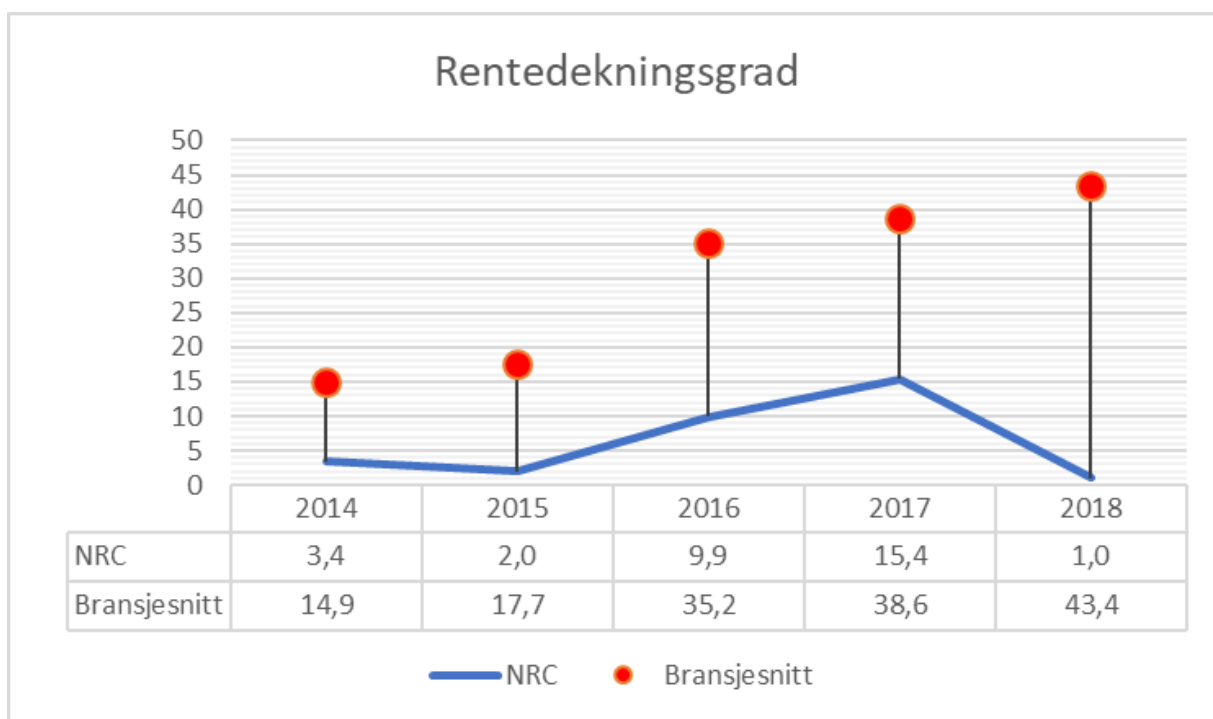
Figur 9: Gjeldsgrad. Figuren viser utviklingen i gjeldsgrad fra 2014 til 2018 for NRC sammenliknet med snittet for bransjen.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er bedriftens overskudd i forhold til betaling dens renteforpliktelser. Den forteller med andre ord evnen bedriften har til å påta seg økte renteforpliktelser med dagens lønnsomhetsnivå. Formelen for rentedekningsgrad er:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}}$$

Vi ser at rentedekningsgraden til NRC Group er noe lav i forhold til bransjesnittet. Dette skyldes lavere lønnsomhet fra NRC Group sin side. Selskapet er i vekst og dermed blir lønnsomheten noe redusert. Vi ser at det er en brå nedgang fra en rentedekningsgrad på 15 i 2017 til 1 i 2018. Dette skyldes at NRC Group ikke har gått med noe overskudd i 2018 og dermed blir nøkkeltallet 1. Mye av skylden for det lave resultatet i 2018 er økte kostnader og oppkjøp av VR Track. En så lav rentedekningsgrad som 1 i 2018 indikerer at selskapet ikke er særlig rustet for å påta seg økte rentekostnader. Samtidig må det understrekes at året 2018 tydelig ser ut som et unntakstilfelle, og det er ingen trend som tilsier at selskapet er dårlig rustet for framtidige kostnader.



Figur 10: Rentedekningsgrad. Figuren viser utviklingen i rentedekningsgrad fra 2014 til 2018 for NRC sammenliknet med snittet for bransjen.

5.4 Oppsummering regnskapsanalyse

En gjennomgang av utvalgte nøkkeltall viser at NRC Group jevnt over presterer dårligere enn bransjen når det kommer til lønnsomhet. Hva som er grunnen til dette er vanskelig å si. En faktor kan være at NRC Group er mye mindre enn alle de andre selskapene. Mens

markedsverdien til NRC Group ligger på litt over 3 mrd NOK per. 21.03.2019, så ligger Veidekke og AF Gruppen på godt over 10 mrd, og Skanska på nesten 70 mrd i markedsverdi. Dette betyr at NRC Group ikke har mulighet til å få de samme stordriftsfordelene som de andre selskapene. I tillegg vil nok NRC Group i større grad enn resten av selskapene prioritere å vokse, noe som ofte går på bekostning av marginene. Siden NRC Group i stor grad vokser gjennom oppkjøp av andre selskaper vil det også være knyttet store kostnader til dette.

Selv om marginene i dag er relativt lave, er det rimelig å anta at etter hvert som veksten avtar vil også marginene bevege seg oppover. Akkurat når dette vil skje er vanskelig å si sikkert, men ettersom de nå har tilegnet seg selskaper som gjør at de dekker hele verdikjeden, samt at de har etablert seg i en del land i Skandinavia, er det naturlig å tenke at ledelsen ganske snart vil skifte fokuset over på marginene.

Videre ser vi at når det kommer til likviditet presterer de bedre enn resten av bransjen. Dette skyldes i stor grad at de har en høyere grad av leasing enn konkurrentene vi har sammenliknet med. Ved at selskapet leaser får de fordelt de utgående kontantstrømmene i større grad enn om man kjøper driftsmidlene.

Til slutt ser vi at nøkkeltallene som går på soliditet varierer litt i forhold til bransjen. Gjeldsgrad og egenkapitalandel er sterk, som antakeligvis igjen kommer fra at de leaser store deler av driftsmidlene, som gjør at NRC Group får en lavere gjeld. Rentedekningsgraden er svakere enn bransjen, som antakeligvis kan tilskrives de lave marginene, som vi har nevnt under analysen av lønnsomhet.

6 Verdssettelse

Mye fakta i verdsettelsesdelen baserer seg på teori hentet fra boken «*Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*» (Kaldestad & Møller, 2016).

Ved en verdsettelse av et selskap er det flere forskjellige metoder man kan bruke. De metodene som er mest populære er basert på estimering av kontantstrømmer. En overordnet forskjell på disse metodene er om man enten estimerer kontantstrømmer til egenkapitalen eller til total kapitalen. Eksempler på metoder som forholder seg til egenkapitalen er dividendemetoden, og egenkapitalmetoden. Siden disse metodene legger til grunn de kontantstrømmene som

tilskrives egenkapitalen, benyttes det også et annet avkastningskrav enn når man beregner kontantstrømmer til totalkapitalen. I vår analyse har vi valgt å estimere kontantstrømmene til totalkapitalen ved bruk av totalkapitalmetoden. En detaljert gjennomgang av metodens momenter følger i neste kapitel.

6.1.1 Innledende betraktninger

Som nevnt har vi valgt å bruke en DCF modell til å komme frem til verdien på selskapet. Poenget med denne analysen er å finne prisen pr. aksje for selskapet, og bruke det til å se om NRC Group er under- eller overpriset. Hvordan man lager prognoser på vekst vil variere etter hvem som analyserer. Dette vil skape sprik i estimatene for et kursmål, f. eks mellom de største investeringsbankene.

I våre prognoser har vi lagt vekt på å være konservative, slik at vi ikke overestimerer og skaper en fri kontantstrøm som blir for høy, da spesielt i terminalleddet. Det som har vært en utfordring i denne oppgaven har vært NRC Groups oppkjøp og fusjon med VR Track, som ble ferdigstilt i januar 2019. Vi har ikke tilgang til regnskapstall for VR Track annet enn fra oppkjøpsprospektet. Vi har derfor lagt dette prospektet til grunn for våre estimater av inntjening i 2019. Deretter har vi brukt selskapets egne estimater som et utgangspunkt for hva de tenker om fremtidige inntekter, kostander og marginer (Årsrapport, 2017).

Grunnet noen utfordringer med VR Track fusjonen, har vi valgt å bruke marginer i våre prognoser. Her har vi lagt vekt på Operating profit, EBITDA margin og EBIT margin når vi har estimert kostander, inntekter, investeringer mm.

Disse marginene har vi hentet ut ved å regne ut marginene for andre selskap i bransjen, og brukt dette til å lage et bransjesnitt.

Vi har så regnet bakover i tid for NRC Group, og sett hvordan de har ligget i forhold til markedet. Som nevnt i den strategiske analysen, så har selskapet opplevd jevn vekst etter de gikk på børs. Dette reflekteres i inntektsveksten og marginene til selskapet.

Vi har så brukt disse marginene når vi har laget DCF analysen. Fordelen med dette er at vi slipper å estimere alle postene i regnskapet helt nøyaktig, noe som ikke lar seg gjøre uten regnskapet til VR Track. Dette gjør at modellen blir så nøyaktig som mulig med de dataene vi har tilgjengelig.

Fremgangsmåten her er at man regner et bransjesnitt på marginene. Dette blir et benchmark for hva man kan forvente av bransjen som helhet fremover. Deretter estimerer man marginene for NRC Group bakover i tid, for å se hvordan de har ligget når det kommer til marginer. Man ser så utviklingen i bransjen opp imot utviklingen for NRC Group. Her må faktorer som vekst og oppkjøp tas i betraktning. Selskaper i vekst og selskaper som gjennomfører store oppkjøp har ofte høyere kostander over en kort periode, noe som presser marginene ned. Man må vurdere hvor representative disse marginene er i en slik analyse. Vi tar utgangspunkt i at marginene vil gå mot bransjesnittet over tid, og vi har i tillegg vært litt konservative med beregningen av marginene i terminalleddet. Vi har gode estimater for fremtidig inntektsvekst gjennom årsrapport og meglerhus estimater. Gjennom den strategiske analysen ser vi at selskapet er godt posisjonert til å vinne fremtidige anbud, noe som taler for stabile inntekter fremover. Tallene for fremtidig inntektsvekst er notert under.

Kostandene har vi mindre kontroll på, siden vi ikke har noen regnskapspost eller note i regnskapet hvor kostandene for 2018 er splittet opp. Her kommer bruken av marginer inn. Vi estimerer da hovedsakelig kostandene basert på marginer. Med andre ord legges historiske kostander, kostnadsvekst og kostand som andel av inntekter til grunn for våre estimater. Vi justerer deretter med tanke på marginer. NRC Group har et jevnt avskrivningsprogram, slik at disse er greie å estimere. Nedskrivning av goodwill er på samme måte som avskrivninger lette å estimere, da disse ligger jevnt. Dette er hovedpunktene i kontantstrømmen, og vi kommer frem til kontantstrømmer for hvert år.

Merk: 118% vekst i 2019 grunnet at VR Track legges inn i regnskapet.

Antakelser Vekst:	
År 1	118 %
År 2-4	6 %
År 5	5 %
År 6-8	4 %
Terminalvekst	2 %

Tabell 2: Antakelser til kontantstrøm.

I de neste kapitlene vil vi gå gjennom de nødvendige forutsetningene og fremgangsmåten for estimering av avkastningskravet til total kapitalen.

6.2 Avkastningskrav

Avkastningskravet uttrykker hvilken avkastning investorer kan oppnå ved en alternativ plassering av kapital med lik risiko. Avkastningskravet er viktig å estimere godt siden alle fremtidige kontantstrømmer vil bli neddiskontert med dette avkastningskravet, noe som vil påvirke spesielt terminalverdien.

Det er viktig at en bedrift må gi egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer avkastning på innskutt kapital. Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko.

6.2.1 Avkastningskravet til total kapitalen (WACC):

Total kapitalavkastningskravet er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Selskaper har flere ulike måter å finansiere virksomheten på. Dette kan være egenkapital, tradisjonell gjeld, konvertible lån mm. Ulike finansieringskilder har ulik risiko og forventet avkastning vil da variere mellom disse. Vi tar høyde for dette ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres andel av total kapitalen og forventede avkastning for å finne avkastningskravet til total kapitalen.

I vår verdsettelse av NRC Group vil vi se på de to hovedkildene til finansiering, egenkapital og gjeld (lån). Grunnen til at vi bruker avkastningskrav til total kapitalen i vår verdsettelse, er at de frie kontantstrømmene som vi estimerer senere i oppgaven, skal betjene de ulike finansieringskildene. Vi ser dermed på et gjennomsnittlig avkastningskrav til aksjonærene og kreditorene. Siden gjeld er bedre sikret, og kreditorer går foran aksjonærer ved en eventuell likvidering av selskapet, er avkastningskravet til gjelden lavere enn avkastningskravet til egenkapitalen. Avkastningskravet til total kapitalen (WACC) vil derfor være lavere for et selskap som har gjeld, enn avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM).

Formelen for total kapitalavkastningskravet er:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

der:

E=markedsverdi av egenkapital

D=markedsverdi av gjeld

R_e=selskapets egenkapitalkostand

R_d=selskapets gjennomsnittlige gjeldskostand

t=nominell selskapsskatt

Vi skal nå se på de ulike komponentene som vi trenger for å regne ut total kapitalavkastningskravet.

6.2.2 Egenkapitalkostand (CAPM):

Det finnes flere måter å estimere avkastningskravet til egenkapitalen på. Den mest brukte i praksis er kapitalverdimodellen (CAPM). Når man skal investere i en aksje står man ovenfor to ulike typer risiko. *Markedsrisiko*, også kalt systematisk risiko og *bedriftsspesifikk risiko*, kalt usystematisk risiko. Når man snakker om disse to ulike typene risiko, er det viktig å tenke på at den bedriftsspesifikke risikoen kan diversifiseres bort, mens den markedsspesifikke er en type risiko man ikke kan gjøre noe med. Den omfatter parametere som konjunkturer, rentenivåer og inflasjon. Siden alle investorer har mulighet til å diversifisere sine investeringer, kompenseres de kun for den systematiske risikoen.

Formel for kapitalverdimodellen:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Der:

R_f =risikofri rente

R_m =Avkastning på en markedsportefølje (index)

$R_m - R_f$ =markedets risikopremie

β =selskapets egenkapitalbeta

Videre skal vi se nærmere på de momentene som inngår i modellen beskrevet ovenfor.

6.2.3 Risikofri rente

Risikofri rente ligger i bunn når man estimerer krav til avkastning på egenkapitalen. Alle investeringsprosjekter må ha en avkastning større enn denne, siden risikofri rente viser avkastningen på et finansielt instrument som ikke har konkurs- eller misligholdrisiko. I vår verdsettelse velger vi å bruke renten på en 10-årig norsk statsobligasjon. Denne har en rente på

1,88%, noe som da blir vår risikofrie rente. Fordelen med bruk av lange renter er at de varierer mindre, og dermed vil det gi oss et mer stabilt avkastningskrav.

Den eneste ulempen er at likviditetspremie og inflasjonsrisiko kan ligge inne i denne renten, noe som gjør at lange statsobligasjoner ikke kan ses på som helt risikofrie. En måte å sjekke om bruk av langsiktige renter er hensiktsmessig, er å sjekke forholdet mellom langsiktige og kortsiktige renter. Hvis rentemarkedet opplever en bratt yieldkurve, altså at langsiktige renter er mye høyere enn kortsiktige renter, vil bruk av kortere renter være mer hensiktsmessig for å begrense feilmarginen. Men vi anser ikke dette som et stort problem og velger å bruke den 10-årige renten.

6.2.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er en meravkastning over den risikofrie renten investorer forventer å få for å påta seg en gitt risiko. Når det kommer til risikopremie på norske selskap har denne vært stabil på 5% i flere år. Her legger vi PWC sin risikopremieberegning i bunn (PWC, 2018). Vi har valgt, grunnet mye usikkerhet i markedet, og legge på en bedriftsspesifikk risikopremie på 1%. Dette gir en total markedspremie på 6%.

6.2.5 Beregningen av Beta ved hjelp av kapitalverdimodellen

Beta er et mål på en aksjes risiko relativ til markedet. Markedsporteføljen har en beta lik 1. En aksjes beta vil normalt ligge mellom 0,5 og 1,5. En beta over én betyr at aksjen svinger mer enn markedet. Stiger markedet med 1%, stiger aksjen med mer enn 1% (f. eks 1,5% hvis betaen er lik 1,5). Dette vil si at en aksjes beta bestemmes av en aksjes volatilitet i forhold til markedsporteføljen.

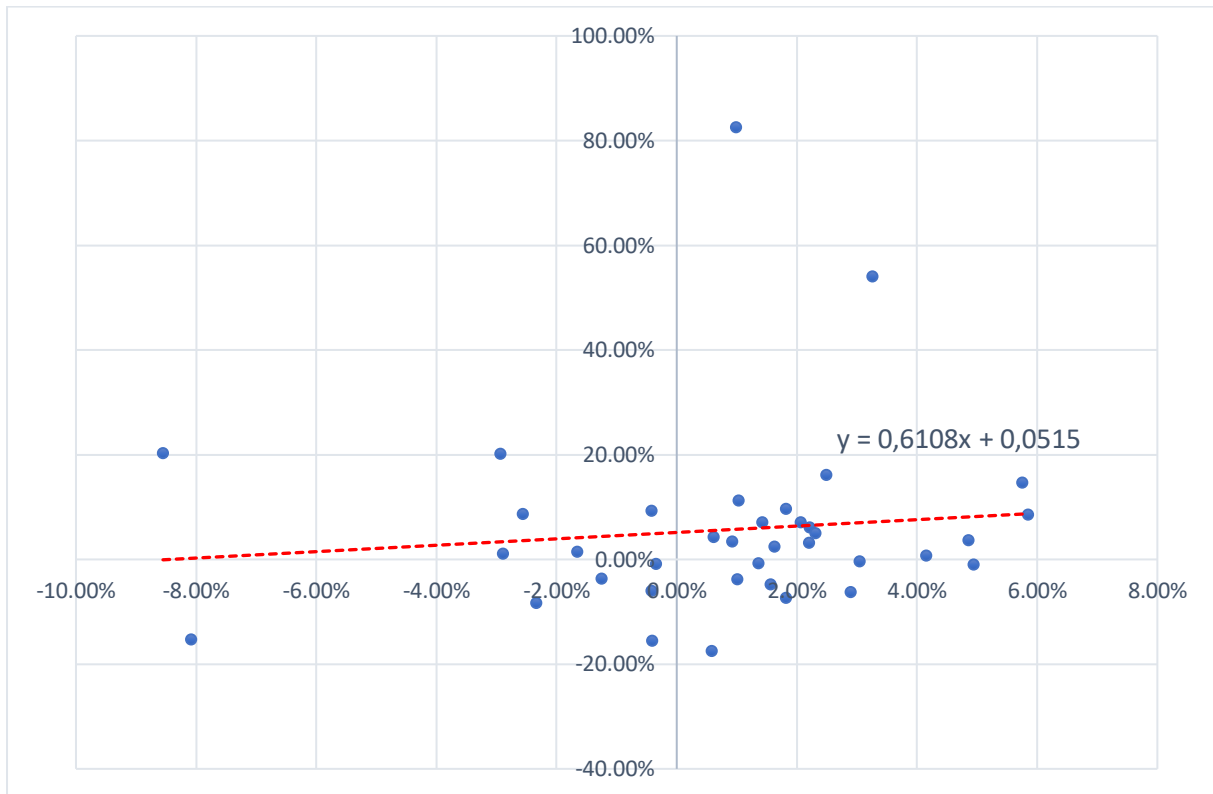
Formel for beta:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians i markedsporteføljen}}$$

Når vi skulle estimere beta for NRC Group valgte vi først å gjøre en regresjonsanalyse mellom avkastningen i markedet (OSBEX) og avkastningen til NRC Group. Vi brukte data for hver måned, med en tidsperiode på 4 år (fra NRC Group gikk på børs). Vi brukte disse dataene til å estimere kovarians og varians, og regnet så ut betaen ved bruk av formelen over. Dette ga oss en beta på 0,61. Vi fant flere hull i datasettet, og velger å stille oss kritisk til denne beregningen. Men den er fin å ha i bunn for våre videre vurderinger.

Oslo børs er en børs som påvirkes mye av oljepris grunnet at mange av selskapene notert på Oslo børs driver med oljerelatert virksomhet. Dette gjør at å estimere diversifiserte selskaper som ikke driver med oljevirkosomhet kan by på noen utfordringer.

Det som er viktig ved estimering av beta er at man får en beta som virker intuitivt riktig. Beta er et mål på risiko, og risiko vil være subjektivt fra investor til investor. Derfor vil justeringer av beta kunne anses som legitimt, grunnet ulikt syn på risiko. Vi velger å oppjustere vår beta noe fra regresjonsanalysen for å øke total kapitalavkastningskravet. Dette fordi betaen vi fant er lavere enn bransjesnittet. Med tanke på at NRC Group er et selskap i større vekst enn mange av sine peers, rettferdiggjør det en høyere usikkerhet til fremtidige kontantstrømmer, og det er dermed en høyere risiko knyttet til selskapet. Sensitivitetsanalysen i slutten av oppgaven (Growth rate/WACC) viser hvordan kursmålet hadde blitt med en lavere beta lik den fra regresjonsanalysen, samt en høyere beta (reflekteres i WACCen). Vi mener NRC Group har noe høyere risiko i forhold til markedet enn hva regresjonsanalysen viste. Vi velger derfor å oppjustere beta til 0,9. Dette er en beta som virker legitim i forhold til markedet, veksten i selskapet og opp mot børsen generelt.



Figur 11: Regresjonsanalyse. Figuren er laget av månedlige data for hovedindeksen på Oslo Børs og NRC. Stigningstallet til regresjonsanalysen viser den teoretiske betaen til NRC.

	<i>Coefficients</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,05152359	-0,0106164	0,11366355
Beta	0,61078764	-1,331433	2,55300826

Tabell 3: Konfidensintervall for betaen

Ved å finne konfidensintervallet til betaen ser vi at det er et stort sprik, noe som også gir støtte for å kunne justere betaen etter andre faktorer slik vi har beskrevet ovenfor.

6.2.6 Gjeldsrente etter skatt:

Vi har brukt historiske rentekostnader for å regne ut en gjennomsnittlig gjeldsrente. NRC Group leaser mye istedenfor å eie anleggsmidler selv, noe som gjør at de ikke har like mye langsiktig gjeld som mange andre sammenlignbare selskaper. Selskapet har en gjeldsandel lik 45%, noe som blir vektingen på gjeldsrenten i utregningen av total kapitalavkastningskravet. Gjennom

våre utregninger kom vi frem til en gjeldsrente på 3,55%. Her tok vi rentekostnader i regnskapet delt på netto rentebærende gjeld. Vi fant få obligasjonslån som vi kan dobbeltsjekke denne renten mot. Videre legger vi til grunn en skattesats på 23% for å komme frem til gjeldsrenten etter skatt.

Avkastningskrav	
Rf (10 år statsobligasjon)	1,88%
Beta (B)	0,9
Markedets risikopremie	6,00%
Markedsavkastning	7,88%
CAPM	7,28%
Rd (gjennomsnittlig gjeldsrente)	3,55%
Re (CAPM)	7,28%
Normalisert gjeld/total kapital (D)	45,00%
Egenkapital/total kapital (E)	55,00%
WACC	5,23%

Tabell 4: Avkastningskrav.

6.3 Bruk av DCF-Modellen for verdsettelsen

6.3.1 Verdiberegning basert på total kapitalmetoden

For å estimere nåverdien av de frie kontantstrømmene må vi neddiskontere hver års kontantstrøm tilbake til verdsettelsestidspunktet. Dette gjør at vi finner en totalverdi på selskapet, kalt Enterprise Value (EV). Vi trekker deretter fra netto rentebærende gjeld og finner verdien av egenkapitalen. Dette deles på antall aksjer og vi kommer da frem til et kursmål pr. aksje. Diskonteringsfaktoren bestemmes ut ifra når verdsettelsen gjøres. Vi har satt 26.03.2019 som vår verdsettelsesdato og diskonteringsfaktoren beregnes ut ifra det. Det impliserer at vi neddiskonterer kontantstrømmen for 2019 med 0,8 år, kontantstrømmen for 2020 med 1,8 år osv.

$$\begin{aligned} \text{Total kapitalverdi} = & \\ & \frac{-860,2}{1,04} + \frac{-238,1}{1,09} + \frac{-170,3}{1,15} + \frac{-93,2}{1,21} + \frac{69,3}{1,28} + \frac{180,1}{1,34} + \frac{225,4}{1,41} + \frac{141,4}{1,49} + \frac{168,3}{1,56} \\ & + \frac{196}{(0,053 - 0,02)} = 5236,5 \text{ mNOK} \end{aligned}$$

Fordeling av verdi	NOKm	%
NNV av KS fra eksplisitt periode	-718,8	-13,7%
NNV av KS etter eksplisitt periode	5 955,3	113,7%
Total Enterprise Value	5 236,5	100,0%

Tabell 5: Fordeling av verdi mellom eksplisitt og implisitt periode.

6.3.2 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen nedenfor viser hvordan kursmålet påvirkes av å endre terminalveksten og avkastningen til totalkapitalen. Dette er to faktorer som påvirker kursmålet i stor grad, og siden spesielt WACCen er noe subjektiv, er det naturlig å illustrere hvordan et intervall under ulike forutsetninger ville ha sett ut.

		Terminal growth				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	4,23%	88,1	108,9	138,9	186,2	271,9
	4,73%	73,3	88,5	109,4	139,5	187,1
	5,23%	61,9	73,6	88,9	109,9	140,2
	5,73%	52,9	62,2	74,0	89,4	110,4
	6,23%	45,6	53,1	62,5	74,3	89,8

Figur 11: Sensitivitetsanalyse.

6.4 Multiplerverdsettelse

Når man verdsetter et selskap ved bruk av multipler, ser man på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Denne typen verdsettelse beløper seg på å ta utgangspunkt i tall fra resultatet (EBITDA, EBIT) eller balansen (egenkapital, rentebærende gjeld) og multiplisere dette med en faktor. Multipler er en god benchmark i forhold til verdien man får fra kontantstrømsanalysen.

For at en slik analyse skal være plausibel, må man ha gode referanseselskaper fra samme bransje. Selskapene bør være sammenlignbare med tanke på størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko. Dette kan være vanskelig i praksis, og er en del av kritikken mot multiplerverdsettelse (Kaldestad & Møller, 2016). Kombinert med kontantstrømsanalysen blir analysen totalt sett mer informasjonsrik.

Man regner ut multipler og sammenligner disse mot et bransjesnitt. Dette kan man bruke til å finne prisen på egenkapitalen og dermed et kursmål pr. aksje. I vårt bransjesnitt har vi tatt inn flere selskaper enn vi hadde i regnskapsanalysen. Dette for å få et bedre datagrunnlag for denne delen av verdsettelsen. I en multiplerverdsettelse er det en fordel å ha 4 selskaper eller flere

for å få et bredt nok bilde av bransjen og for å få et representativt bransjesnitt (Kaldestad & Møller, 2016).

I vår analyse måtte vi regne på forward multipler på grunn av at NRC Group har et resultat etter skatt som er lik 0, grunnet restrukturering i Sverige. Denne restruktureringen påvirket EBITDA med ca. 60 millioner i 2018, noe som også gjør å verdsette med disse tallene utfordrende og misvisende. Vi har derfor valgt å verdsette med forward multipler, altså ved bruk av estimater for regnskapsåret 2019. Vi bruker estimatene for fremtidig inntjening, EBITDA, gjeld mm. til å regne ut multiplene. Dette har vi også gjort for markedet, og har da kommet frem til tre ulike kursmål ved bruk av tre ulike multipler. Grunnet at vi bruker estimater i denne komparative analysen, har vi valgt å vekte multiplanalyser litt lavere enn vanlig. Vi vektlegger DCF med 80% og multiplene med 20%.

Når vi regner med multipler lager vi først en bransjesnitt for hver multipl. Vi bruker så estimater for earnings, EBITDA eller EBIT og bruker dette til å regne verdien på egenkapitalen. Vi deler deretter på antall aksjer utstedt i markedet og finner et kursmål pr. aksje.

Vi har valgt å vekte multiplene ulikt grunnet ulik sikkerhet rundt estimatene. Derav har vi valgt å vekte P/E med 50%, fordi estimatene for fremtidige earnings ser gode ut, og vi mener at det skal være mulig å treffe relativt godt på disse. EV/EBITDA vektet vi med 40%. Dette fordi marginene vil holde seg relativt jevne når selskapet får bedret kostandskontrollen. Dette blir derfor en god indikasjon på fremtidig prising av selskapet. EV/EBIT vektet vi med 10% grunnet usikkerhet rundt hvordan selskapet vil håndtere den store mengden goodwill det får etter oppkjøpet av VR Track. De sitter nå med en goodwill på over en milliard, og etter oppkjøpet av VR Track overstiger fort goodwillen to milliarder (NRC Group 2, 2018). Hvordan dette blir amortisert er et usikkerhetsmoment, og derfor tar vi ned vektningen på EV/EBIT.

Under ligger en tabell for de ulike selskapenes multipler, bransjesnitt og våre kursmål basert på fremgangsmåten beskrevet over.

Forward Multipler	EV/EBIT 2019E	EV/EBITDA 2019E	P/E 2019E
NRC	15,2	11,4	10,6
Skanska	11,14	8,83	14,02
NCC	8,59	6,65	11,22
VEI	11,03	7,38	11,17
Solon	12,17	12,36	11,91
Snitt	10,25	7,62	12,14
Kursmål	52,60	70,47	64,07
Vekting	10%	40%	50%
Kursmål Multipler	65,48		

Tabell 6: Multiplerverdsettelse.

Som sagt er vi litt kritiske til multiplelanalysen grunnet at denne er basert på usikre estimater for fremtiden. Vi velger derfor som nevnt å vekte DCFen med 80% og multiplene med 20%. Da kommer vi frem til et kursmål for aksjen på 84,193NOK. Dette betyr at selskapet pr. nå er underpriset på børs.

Beregning av totalt kursmål		Intern Vekting	Total Vekting
DCF Kursmål	88,9	100%	80%
Multipler			
P/E	64,07	50%	20%
EV/EBITDA	70,47	40%	
EV/EBIT	52,60	10%	
		100%	100%
Kursmål Multipler	65,48		84,193

Tabell 7: Vekting av verdsettelsesmetoder.

7 Konklusjon

Vi har brukt denne oppgaven til å estimere en verdi for NRC Group ASA gjennom bruk av strategisk analyse, regnskapsanalyse og en finansiell analyse og med dette besvart problemstillingen: "Hva er verdien av NRC Group ASA?" Gjennom den strategiske analysen ser vi at NRC Group har en sterk markedsposisjon i Norden. De er markedsledende når det kommer til jernbaneinfrastruktur og er godt posisjonert til å få store anbudskontrakter i årene fremover. Gjennom oppkjøpet av VR Track OY som ble ferdigstilt i januar 2019, har de styrket sin markedsposisjon ytterligere. Dette kombinert med stadig økninger i de nasjonale budsjettene når det kommer til vedlikehold og utvikling av jernbane, gir et godt utgangspunkt for fremtidig vekst. Styrets uttalelse om å ha fokus på kostnadseffektivisering gjør også at vi kan forvente bedre marginer på sikt. Regnskapsanalysen viser at NRC Group er mindre lønnsom enn bransjesnittet, men mer likvid grunnet mye leasing av varige driftsmidler. Lønnsomheten preges av at selskapet er i en vekstfase og fortsatt preges av høye kostander knyttet til oppkjøp og restruktureringer. Soliditeten i selskapet er god med lav gjeldsgrad og høy egenkapitalandel. I verdsettelsen har vi estimert et avkastningskrav på totalkapitalen, og brukt dette til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Gjennom dette har vi estimert en

selskapsverdi på 5236,5mNok og en pris pr. aksje på 88,9 kroner. Vi har også brukt multipler i vår verdsettelse for å sammenligne prisingen med sammenlignbare selskaper. Ved å vekte DCFen 80% og multiplene 20% får vi et samlet kursmål pr. aksje. Vi konkluderer med at verdien på NRC Group ASA pr. 26.03.2019 er 5236,5mNok. Verdien pr. aksje ved bruk av DCF og multipler er på 84,19NOK.

8 Kritikk

Oppgaven har gått i dybden ved å gjennomføre en fundamental analyse av NRC Group, men likevel er det visse begrensninger som må påpekes. Det er kun brukt sekundærdata i oppgaven og dette medfører at vi får en større feilmargin. Vi har også brukt mye data som NRC Group selv har publisert, noe som medfører at vi til en viss grad får en subjektiv fremstilling av selskapet. Det er også viktig å påpeke begrensningene som ligger til grunn i de teoriene og modellene vi har benyttet. De økonomiske modellene har en del urealistiske forutsetninger som gjør at det vil komme avvik fra nøyaktige verdier. Dessuten opererer NRC Group i et marked som påvirkes av ukontrollerte eksterne faktorer. Disse faktorene representerer en usikkerhet som det er vanskelig å beregne nøyaktig, og dermed vil framtidige kontaksstrømmer mest sannsynlig avvike til en viss grad fra våre beregninger. Det er tatt i bruk skjønnsmessige vurderinger og tatt avveininger med grunnlag i egne og fagfolks uttalelser. Derfor vil konklusjon i denne oppgave kun være retningsgivende.

Kilder:

Barney, J.B. (2011) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Fjerde utgave. Pearson.

Bane Nor. (2018). *Jernbanedriften konkurransesettes i ti områder*. Tilgjengelig fra <https://www.banenor.no/Nyheter/Nyhetsarkiv/2018/jernbanedriften-konkurransesettes-i-ti-omrader/> (Hentet: 12. Mars 2019).

FN. (2018). *Klimaendringer*. Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/Tema/Klima-og-miljoe/Klimaendringer> (Hentet: 25.02.2019)

Framnes, R., Pettersen, A., Thjømmøe, H., & Blom, S. (2018). *Markedsføringsledelse* 9. utg. Oslo: Universitetsforlag.

Jacobsen, Dag Ingvar. (2015). *Hvordan Gjennomføre Undersøkelser?: Innføring I Samfunnsvitenskapelig Metode*. 3. Utg. ed. Oslo: Cappelen Damm Akademisk.

Johnsen. (2013). *Vraker lyntog planer, vg.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/k772j/vraker-lyntog-planer> (Hentet: 25.02.2019)

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering : Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.

Langli, J. (2016). *Årsregnskapet* (10. utg. ed.). Oslo: Gyldendal

Lovdata. (2016). *Forskrift om offentlig anskaffelser*. Tilgjengelig fra:

<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2016-08-12-974> (Hentet: 25.02.2019)

NHO. (2019). *Økonomisk overblikk*. Tilgjengelig fra:

<https://www.nho.no/contentassets/7c7a618fe58b4e7ba91e764cb3418bd2/okonomisk-overblikk-1-2019---ny-versjon.pdf> (Hentet: 21.02.2019)

Norges Bank. (2019). *Penge politisk rapport*. Tilgjengelig fra: https://static.norges-bank.no/contentassets/6398d2e8e1644dc58a4a6a8a33656c6e/ppr_1_19.pdf?v=03/21/2019085837&ft=.pdf (Hentet: 21.02.2019)

NRC Group 2. (2018). *Q4 Result presentation*. Tilgjengelig fra <https://mb.cision.com/Public/15911/2738766/a14f18cf1b0e8109.pdf> (Hentet fra: 11. Mars 2019).

NRC Group. (2017). *Annual Report 2017*. Tilgjengelig fra <https://mb.cision.com/Main/15911/2482022/811863.pdf> (Hentet: 20 Februar 2019).

NRC Group. (2018). *Prospectus – NRC Group ASA 2018*. Tilgjengelig fra <https://mb.cision.com/Public/15911/2680790/98eae1995302192b.pdf>. (Hentet: 18 Februar 2019).

NRC Group. (2019). *Hjemmeside*. Tilgjengelig fra <https://nrcgroup.com/> (Hentet: 03. 03. 2019)

NSB. (2019). *NSB miljøkalkulator*. Tilgjengelig fra <https://www.nsb.no/om-nsb/nsb-og-miljo/Milj%C3%B8kalkulator>. (Hentet: 26.03.2019)

Plasser & Theurer. (2019). *About Plasser & Theurer*. Tilgjengelig fra <https://www.plassertheurer.com/en/company/principles.html> (Hentet 12. Mars 2019)

Porter, M. E. (2008). *On competition* (Updated and expanded ed.). Boston, MA: Harvard Business School Pub.

Porter, M., & Bureid, G. (1987). *Konkurransestrategi*. Oslo: TANO

Proff. (2019). *Ordbok-Bokstav L*. Tilgjengelig fra <https://www.forvalt.no/Om/ordbok/L> (Hentet: 01. 04. 2019).

PWC. (2018). *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf> (Hentet: 08.04.2019).

Rogne & Syse. (2017). *Fremtidens eldre i by og bygd*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/attachment/328026?ts=167c714ea80> (Hentet: 21.02.2019)

Samferdselsdepartementet. (2017). *Nasjonal Transportplan 2018-2029*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-33-20162017/id2546287/sec1> (Hentet: 21.02.2019)

Sander. (2017). *PESTEL analyse*. Tilgjengelig fra: <https://estudie.no/pestel-analyse/> (Hentet: 11.02.2019)

SSB. (2018). *Befolkningsframskrivinger*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/befolkningsframskrivinger-fram-til-2040-for-hver-enkelt-kommune-sok-i-kart> (Hentet: 21.02.2019)

Erichsen, Morten, Frode Solberg, and Trond Stiklestad. *Ledelse I Små Og Mellomstore Virksomheter*. 2. Utg. ed. Bergen: Fagbokforl, 2018. Print.

NOKm	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
Driftsinntekter	911.2	1975.0	2373.0	3176.0	6923.7	7408.3	7926.9	8402.5	8822.7	9175.6	9542.6	9924.3	10122.8	10325.2
Vekst (%)	116.7%	20.2%	33.8%	118.0%	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	2.0%	2.0%
EBITDA	265.2	152.0	229.0	406.6	207.7	148.2	237.8	386.1	441.1	642.3	668.0	694.7	688.0	671.1
Margin (%)	29.1%	7.7%	9.7%	12.8%	3.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.5%	6.5%
Anskrivning og amortisering	18.0	53.0	80.0	103.0	204.3	197.3	194.4	171.7	159.8	154.3	115.6	127.0	133.7	133.7
EBIT	247.2	99.0	149.0	303.6	3.4	-49.1	43.4	164.4	281.3	488.0	552.4	567.7	524.3	534.8
Margin (%)	27.1%	5.0%	6.3%	9.6%	0.0%	-0.7%	0.5%	2.0%	3.2%	5.3%	5.8%	5.7%	5.2%	5.2%
Skatt	-56.9	-22.8	-34.3	-69.8	-0.8	11.3	-10.0	-37.8	-64.7	-112.2	-127.1	-130.6	-120.6	-123.0
Utløst net income	190.3	76.2	114.7	233.8	2.6	-37.8	33.4	126.6	216.6	375.7	425.4	437.1	403.7	411.8
Lege til Anskrivning og amortisering	18.0	53.0	80.0	103.0	204.3	197.3	194.4	171.7	159.8	154.3	115.6	127.0	133.7	133.7
Trekk fra Øving i arbeidskapital	-36.0	-204.0	-42.0	-755.9	-88.4	-89.8	-133.5	-53.1	-103.6	-69.3	-172.0	-20.1		
Trekk fra Investeringer & verdikjøp av varige driftsmidler	-164.0	-287.0	-167.0	-311.3	-309.2	-308.3	-257.9	-233.9	-246.3	-246.2	-250.8	-349.0	-349.0	
Utløst free cash flow	-70.8	-296.3	127.8	-860.2	-288.1	-170.3	-89.2	69.3	180.1	225.4	141.4	168.3	196.5	