



Pan Fish ASA

En verdsettelse av verdens største lakseoppdrettsselskap.

Paul Anders Nygård

Veileder: Per Östberg

Siviløkonomutredning i Økonomisk Styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag av utredningen

Utredningens formål er å estimere verdien på Pan Fish, verdens største oppdrettsselskap. Det første kapitlet er en innledning der jeg presenterer de problemstillinger som er knyttet til verdsettelse av Pan Fish. Kapittel to og tre følger opp med en presentasjon av de involverte selskaper, og verdensmarkedet for oppdrettslaks.

Kapittel fem tar for seg selve verdsettelsen av selskapet, basert på verdsettelsesmetoder presentert i kapittel fire. Jeg verdsetter det opprinnelige Pan Fish ved fundamental verdsettelse, som krever at jeg skaffer meg innsikt om selskap og bransje gjennom strategisk regnskapsanalyse, og utarbeider forventet fremtidsregnskap. Fjord Seafood og Marine Harvest blir verdsatt gjennom komparativ verdsetting basert på børsverdien av sammenlignbare selskaper. Til slutt samler jeg verdien av de ulike selskapene som i dag inngår i Pan Fish konsernet, og gir et samlet verdiestimat. Usikkerheten i verdiestimatet blir analysert i kapittel seks, og handlestrategi drøftet i kapittel syv.

Forord

Da jeg skulle velge tema for siviløkonomutredningen falt det naturlig for meg å velge en verdsettelsesoppgave, fordi jeg mener faget BUS425 – Rekneskapsanalyse og verdsetjing er det faget jeg har hatt på NHH som er mest praktisk anvendelig. Samtidig gir en verdsettelsesoppgave muligheten til å anvende kunnskaper fra flere forskjellige fagområder innen økonomi, som strategi, regnskap og finans, og sette dem inn i en sammenheng. Ved valg av selskap la jeg vekt på at jeg ville lære noe nytt. Valget falt på et selskap i laksenæringen, som er en av Norges viktigste eksportnæringer. Pan Fish var et av de største lakseselskapene, samtidig som jeg syntes det virket interessant å verdsette et selskapet der børsverdien har variert mye de siste årene.

Jeg angret nok litt på valget mitt, da Pan Fish gikk bort og kjøpte opp Marine Harvest, samt deler av Fjord Seafood midt i perioden da jeg arbeidet med oppgaven. Dette endret naturligvis omfanget og vanskelighetsgraden av oppgaven min, noe som igjen medførte at jeg ikke kunne ha ambisjoner om å være like grundig i verdsettelsen av alle komponentene i det nye konsernet. I ettertid er jeg imidlertid svært fornøyd med valget, da oppgaven har blitt mer spennende og aktuell som følge av de store endringene.

I utarbeidelsen av verdiestimatet har jeg anvendt relevant teori til å opparbeide meg forståelse av selskapet og næringen. Jeg har lagt vekt på å presentere de forhold jeg mener er relevante for den fremtidige utviklingen av selskapets lønnsomhet. Jeg håper og tror utredningen er interessant lesing for de som ønsker å få en forståelse av det som nå er verdens største lakseoppdrettsselskap.

Gjennom arbeidet med oppgaven har jeg opparbeidet meg innsikt i laksenæringen, samtidig som jeg har lært mye av å anvende teori fra mange ulike fag fra hele studiet mitt i praksis.

Jeg vil takke Kontali Analyse og Intrafish for å gi meg tilgang til informasjon og analyser av laksenæringen. Jeg vil også takke min veileder, Assistant Professor Per Östberg for konstruktive tilbakemeldinger.

Bergen, juni 2006

Paul Anders Nygård

Innhold

1. INNLEDNING	7
2. PRESENTASJON AV SELSKAPENE	8
2.1 PAN FISH KONSERNET.....	8
2.1.1 <i>Historie</i>	9
2.1.2 <i>Virksomhetsområder</i>	10
2.1.3 <i>Finansielle nøkkeltall</i>	13
2.2 MARINE HARVEST	15
2.2.1 <i>Virksomhetsområder</i>	15
2.2.2 <i>Finansielle nøkkeltall</i>	16
2.3 FJORD SEAFOOD KONSERNET.....	16
2.3.1 <i>Virksomhetsområder</i>	17
2.3.2 <i>Finansielle nøkkeltall</i>	17
2.4 KRITSEN HOLDING	17
2.4.1 <i>Finansielle nøkkeltall</i>	18
3. PRESENTASJON AV MARKEDET FOR OPPDRETTSLAKS.....	19
3.1 ETTERSPORELSSIDEN	19
3.2 TILBUDSSIDEN	20
3.3 FREMTIDSUTSIKTER.....	21
4. VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	23
4.1 KORT OVERSIKT OVER VERDSETTELSESTEKNIKKER.....	23
4.1.1 <i>Fundamental verdsettelse</i>	23

4.1.2	<i>Komparativ verdsettelse</i>	23
4.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	24
4.2	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	24
4.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	25
4.4	RAMMEVERK FOR KOMPARATIV VERDSETTELSE	28
5.	VERDSETTELSE AV PAN FISH	30
5.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE AV DET OPPRINNELIGE PAN FISH KONSERNET.....	30
5.1.1	<i>Strategisk analyse</i>	30
5.1.2	<i>Regnskapsanalyse</i>	53
5.1.3	<i>Fremtidsregnskap</i>	66
5.1.4	<i>Foreløpig verdiestimat på det opprinnelige Pan Fish konsernet</i>	91
5.1.5	<i>Forbedring av verdiestimatet</i>	91
5.1.6	<i>Endelig verdiestimat på det opprinnelige Pan Fish konsernet</i>	93
5.2	KOMPARATIV VERDSETTELSE AV FJORD SEAFOOD OG MARINE HARVEST.....	93
5.2.1	<i>Valg av modell</i>	93
5.2.2	<i>Valg av komparative selskaper</i>	94
5.2.3	<i>Beregning av multiplikator</i>	94
5.2.4	<i>Verdiestimat på Fjord Seafood og Marine Harvest</i>	95
5.2.5	<i>Svakheter ved de komparative verdiestimatene</i>	96
5.3	SAMLET VERDSETTELSE AV DET NYE PAN FISH KONSERNET.....	96
5.3.1	<i>Komponenter i det samlede verdiestimatet</i>	96
5.3.2	<i>Samlet verdiestimat på Pan Fish konsernet per 31. mai 2006</i>	99
6.	ANALYSE AV USIKKERHET.....	100
6.1	SIMULERING.....	100

6.1.1	<i>Definering av stokastiske variable</i>	100
6.1.2	<i>Simulering</i>	102
6.1.3	<i>Analyse av resultater</i>	103
6.2	SENSITIVITETSANALYSE	104
6.2.1	<i>Netto driftsmargin på horisonten</i>	104
6.2.2	<i>Den fremoverskuende betaverdien til Pan Fish aksjen</i>	105
6.3	KONKLUSJON AV ANALYSE AV USIKKERHET	105
7.	KONKLUSJON	106
	LITTERATURLISTE	108
	APPENDIKS	110

1. Innledning

I løpet av mars 2006 kjøpte Pan Fish opp det nederlandskeide oppdrettselskapet Marine Harvest, og dannet verdens største oppdrettskonsern. I perioden fra dette oppkjøpet frem til mai 2006 vokste konsernet ytterligere gjennom kjøp av 67 prosent av aksjene i Fjord Seafood. Historisk høye laksepriser gjorde at de norske oppdrettsselskapene gikk så det suste første kvartal 2006, og Pan Fish aksjen var blant de mest omsatte på Oslo Børs.

For å estimere verdien av det nye Pan Fish konsernet blir det nødvendig å verdsette de opprinnelige selskapene Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood hver for seg, noe som vil kreve ulike verdsettelsesmetoder. Den sentrale del av oppgaven vil omhandle verdsettingen av det opprinnelige Pan Fish konsernet, slik det var før kjøpene i mars 2006. Jeg vil anvende den mest grundige formen for verdsettelse, fundamental verdsettelse, til dette. Viktige steg i rammeverket for fundamental verdsettelse er å analysere selskapet fra et regnskapsmessig og et strategisk synspunkt. Disse to analysene danner videre grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap. Verdsettelsen vil være basert på neddiskontering av forventede fremtidige kontantstrømmer.

Verdsettelsen av eierskapet i Marine Harvest og Fjord Seafood vil være basert på en enklere metode, komparativ verdsettelse. Til slutt vil jeg presentere et samlet verdiestimat på det nye Pan Fish konsernet. Jeg vil supplere verdiestimatet med en analyse av usikkerhet, og vurdere handlestrategi i aksjemarkedet på grunnlag av den estimerte verdien.

For å begrense omfanget av oppgaven vil de deler av oppgaven som omhandler Marine Harvest og Fjord Seafood være nedskalert i forhold til den delen som omhandler Pan Fish. Jeg vil også fokusere på oppdrettsvirksomheten i det opprinnelige Pan Fish, da denne stod for 80 prosent av inntektene i 2005. Oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon per 31.mai 2006, og gir et verdiestimat på Pan Fish konsernet på denne datoen.

2. Presentasjon av selskapene

På tidspunktet denne oppgaven ble skrevet hadde ikke Pan Fish fått de nødvendige tillatelser til å slå sammen selskapene til en enhet. Det er derfor naturlig at jeg presenterer selskapene enkeltvis.

2.1 Pan Fish konsernet¹

Pan Fish konsernet var også før oppkjøpene i mars 2006 et av verdens ledende selskaper i næringen for oppdrett av atlantisk laks. Med en produksjon på rundt fire prosent av verdens totalproduksjon av oppdrettslaks, var selskapet det femte største oppdrettsselskapet i verden. Selskapet leverer fersk og frossen oppdrettslaks til et globalt marked. I tillegg har selskapet en videreforedlingsavdeling som leverer foredlede lakseprodukter av egne råvarer til det europeiske markedet.



Konsernets overordnede strategi er å produsere laks til laveste kost levert kunden. Dette skal oppnås gjennom bærekraftig og etisk forsvarlig produksjon, med fokus på kvalitet, matvaresikkerhet og sporbarhet. Selskapet har i dag betydelig ubenyttet kapasitet i oppdrettsanleggene og slakteriene, men ønsker å gradvis øke produksjonen slik at den reflekterer full kapasitetsutnyttelse.

Pan Fish konsernet har sitt hovedkontor i Stavanger, mens konsernets norske datterselskap, Pan Fish Norway, har sitt hovedkontor i Ålesund. Det meste av oppdrettsvirksomheten skjer i Norge, men konsernet har også datterselskaper i Canada, Skottland og på Færøyene som driver oppdrett. I Norge drev selskapet ved årsskiftet 2005/2006 57 konsesjoner i områdene fra Sognefjorden til Romsdal. Videreforedlingsvirksomheten foregår i to datterselskaper i Frankrike. Salgs og markedsføringsaktiviteter skjer blant annet gjennom datterselskapene Aalesundfisk og Pan Fish Japan.

¹ Pan Fish, Prospekt 23.3.2006

2.1.1 Historie

Pan Fish Holding AS ble etablert i 1992. Dette året kjøpte selskapet eierandeler i flere norske og canadiske oppdrettsselskaper, og Pan Fish Canada ble etablert. Morselskapet byttet navn til Pan Fish ASA i 1995. Etter dette kjøpte det eierandeler i flere norske, canadiske og skottske, oppdrettsselskaper, samt i norske og franske videreforedlingsselskaper. I 1997 ble Pan Fish ASA børsnotert på Oslo Børs. Frem mot år 2000 gjennomførte Pan Fish flere oppkjøp i oppdrettsnæringen. Blant annet fikk de kontroll over et oppdrettsselskap på Færøyene, som nå går under navnet Pan Fish Faroes. Datterselskapene Pan Pelagic AS og Pan Marine AS, som drev med oppdrett av andre fiskearter enn laks, ble også etablert. Disse selskapene ble senere skilt ut av konsernet i 2001.

2002 var året da det meste gikk galt for Pan Fish. Lakseprisene falt, mens sykdom og høy dødelighet medførte store tap for Pan Fish Canada. Etter denne nedgangen kunne ikke Pan Fish, som da var betydelig gjeldsfinansiert, betjene gjelden sin. Selskapet måtte gjennom to refinansieringer i 2003, der bankene DnBNOR og Nordea Bank tilførte selskapet ny egenkapital, dels gjennom konvertering av lån. I 2003 besluttet Pan Fish Faroes å slakte all fisk i merdene grunnet sykdommer. Det ble også besluttet å ikke sette ut ny fisk før i 2005.

I 2003 ble også nytt styre valgt, og arbeidet med å gjenoppbygge selskapet begynte. Atle Eide ble ny konsernsjef. Han satte fokus på å kutte kostnader og slanke selskapet mens produksjonen gradvis skulle økes til selskapets kapasitetsnivå. For å oppnå dette ble det gjennomført ytterligere to refinansieringer i 2004 og 2005, i hovedsak rettet mot aksjemarkedet. Gjennom disse fikk selskapet tilført ny egenkapital på til sammen 1650 millioner.²

Mot slutten av 2005 foretok Pan Fish et oppkjøp av det norske oppdrettsselskapet Aquafarms. Gjennom dette kjøpet økte Pan Fish sin oppdrettskapasitet fra 44 til 57 konsesjoner i Norge. I begynnelsen av 2006 kjøpte Pan Fish opp det franske

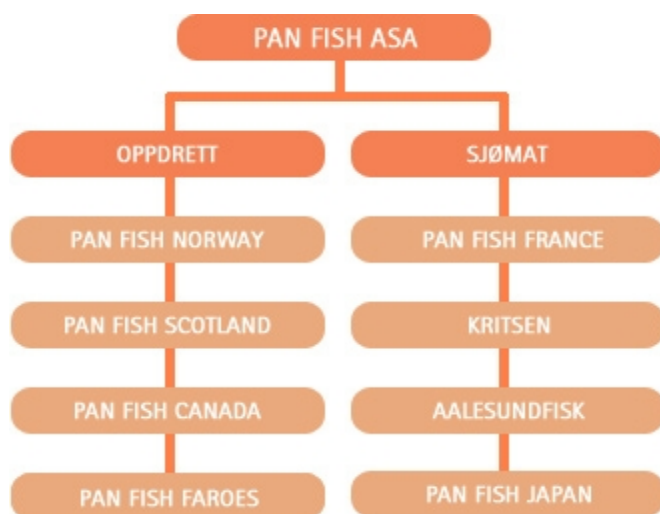
² Pan Fish, Prospekt 12.5.2005

videreforedlingskonsernet Kritsen Holding (som jeg presenterer i kapittel 2.4), og økte eierandelen i det norske salgsselskapet Aalesundfisk AS.³

I begynnelsen av mars 2006 kjøpte Pan Fish Marine Harvest, verdens største oppdrettsselskap, av selskapet Geveran Trading, som er Pan Fish' største aksjonær. Samtidig med oppkjøpet av Marine Harvest inngikk Pan Fish også en avtale med Geveran om å kjøpe en aksjepost på 25,7 prosent av aksjene i Fjord Seafood.⁴ Senere økte Pan Fish sin eierandel i Fjord Seafood ytterligere, gjennom kjøp av aksjeposter. Per 31. mai var eierandelen i Fjord Seafood 67 prosent, og Pan Fish har lagt ut et pliktig tilbud om å kjøpe aksjene til de resterende aksjonærene i selskapet.

2.1.2 Virksomhetsområder

Pan Fish konsernet er delt i to divisjoner, en oppdrettsdivisjon og en videreforedlings-/salgsdivisjon. Pan Fish konsernet hadde per 31.12.05 denne konsernstrukturen.



Figur 2.1.1: Konsernstrukturen i Pan Fish⁵

³ Pan Fish, Prospekt 23.3.2006

⁴ Pan Fish, Pressemelding 6.3.2006

⁵ Pan Fish, www.panfish.no

Oppdrett

Pan Fish har i dag oppdrettsselskaper i Norge, Skottland, Canada og på Færøyene. Disse slaktet i 2005 totalt ca 47 800 tonn laks. Det norske datterselskapet er klart størst og stod for over halvparten av produksjonen. Alle selskapene har ledig kapasitet, både i merdene og i slakteriene. Pan Fish Faroer hadde ingen slakting i 2005, da anleggene lå brakk i hele 2004 på grunn av laksesykdom. Som nevnt planlegger konsernet å øke produksjonen gradvis til kapasitetsnivået. Figur 2.1.2 viser slaktetall for 2004 og 2005, samt forventede slaktetall for 2006, og måltallene for 2008. Slaktetallene er oppgitt til tonn slaktet vekt (tgw), 82,5 prosent av hele fiskens vekt (trw).⁶

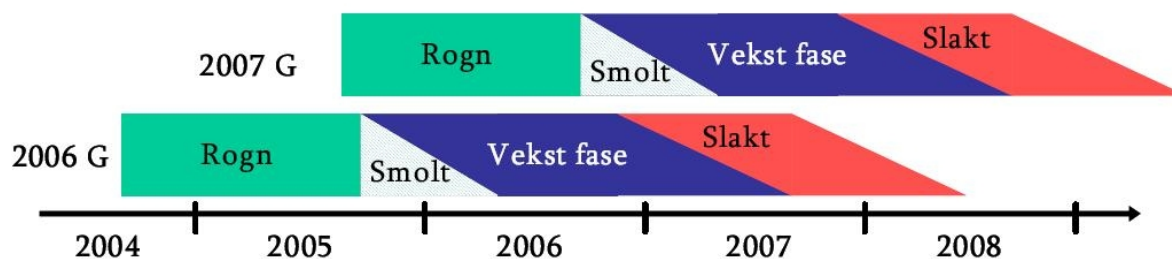
Slakting (tgw)	2004	2005	2006e	2008T
Pan Fish Norway	27 340	28 760	43 000	57 000
Pan Fish Scotland	13 126	12 836	16 500	22 000
Pan Fish Canada	12 671	6 224	10 500	23 000
Pan Fish Faroer	1 625	0	2 500	6 000
Totalt	54 762	47 819	72 500	108 000

Figur 2.1.2: Slaktevolum 2004 – 2008T

Oppdrettsprosessen

Oppdrett av laks og annen fisk er en tidkrevende prosess. Fra rogn til slakteferdig laks tar det mellom to og et halvt, til tre år.

PRODUKSJONSSYKLUSEN



Figur 2.1.3: Produksjonssyklusen i lakseoppdrett⁷

⁶ Pan Fish, Presentasjon av Q4 2005

⁷ Pan Fish, Prospekt 12.5.2005

Smoltproduksjon

Smolt er navnet på fisken som blir satt i ut i merdene. Det er viktig å dyrke frem smolt som er motstandsdyktig for sykdommer, som tåler stresset i merdene, og som vokser hurtig. Alle de regionale oppdrettsselskapene produserer all, eller deler av smolten de setter ut selv. Smolten blir dyrket fram i ferskvannsanlegg fra rogn som blir kjøpt inn fra spesialiserte eksterne leverandører, såkalte stamfisk oppdrettere. Ved Pan Fish Canada produserer de også rognen selv fra stamfisk. Smolten veier som regel mellom 50 – 100 gram når den settes ut.

Matfiskproduksjon

Pan Fish og andre oppdrettsselskaper driver oppdrett av fisk i sjø på konsesjoner utstedt av myndighetene i den enkelte region. Når fisken er kommet i sjøen er forhold som dybde, vannforhold, temperatur, lysforhold, fôrkvalitet og vannsirkulasjon viktige for hvor fort fisken vokser, og hvilken kvalitet den får. De optimale vanntemperaturer for oppdrettslaksen er 10 – 14 grader celsius. Pan Fish har som mål å drive bærekraftig oppdrett, noe som blant annet innebærer at de forskjellige oppdrettsanleggene legges brakk ett helt år mellom hver generasjon. Dette gjør man for å redusere påkjenningen på økosystemene i fjordene, og minke faren for laksesykdommer. Fisken er slakteklar etter nærmere to år i saltvann. Da veier den rundt fire kilo.

Slakting

Brønnbåter frakter den levende slakteklare laksen fra merdene til slakteriene. Pan Fish har egne slakterier i alle sine regioner, med unntak av Færøyene, hvor de må kjøpe slaktekapasitet hos lokale tilbydere når dette igjen blir aktuelt. På slakteriene blir fisken bedøvet og slaktet, før den blir lagt på is, eller frosset ned.

Sjømat

Salget av laksen foregår enten gjennom de lokale salgskontorene som finnes i hver region (med unntak av Færøyene som selger gjennom Pan Fish Norway), eller gjennom sjømatdivisjonen. Denne divisjonen består av Pan Fish France, og Pan Fish Japan. I tillegg kjøpte Pan Fish videreføringsselskapet Kritsen (som blir presentert i kapittel 2.4,) og eierandeler i salgsselskapet Aalesundfisk i begynnelsen av 2005. Til sammen driver de to franske selskapene fire røkerier i Bretagne området. Pan Fish har gjennom disse selskapene en sterk markedsposisjon i markedet for røkte lakseprodukter i Frankrike, Italia og Spania.

Aalesundfisk er et selskap som har spesialisert seg på videresalg og markedsføring av norske lakseprodukter. Pan Fish Japan driver salg og markedsføring av Pan Fish produkter i det japanske markedet.

2.1.3 Finansielle nøkkeltall

Fundamentale tall

	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter	3 579 790	3 495 422	3 013 709	2 056 800	1 858 455
Fullstendig årsresultat	254 280	-2 295 994	-2 258 471	-236 337	339 656
Eiendeler 31.12	8 333 699	5 585 122	3 435 414	3 062 335	4 022 819
Egenkapital 31.12	1 169 298	-809 980	-163 375	366 910	1 718 326
Rentebærende gjeld 31.12	4 549 037	4 147 309	2 632 869	2 258 486	1 617 741

Figur 2.1.4: Finansielle nøkkeltall, Pan Fish Konsernet (i tusen kroner)⁸

Pan Fish skapte gode resultater i 2001. Dette året var preget av høye laksepriser og gunstige konkurranseforhold. Etter dette stupte lakseprisene og Pan Fish var utsatt for flere tilfeller av laksesykdommer. Dette resulterte i år med store underskudd, negativ egenkapital, og behov for refinansiering. Pan Fish har reist seg fra krisen, og presenterte overskuddstall for 2005.

Fordelt på virksomhetsområder	2004			2005		
	Oppdrett	Annet	Totalt	Oppdrett	Annet	Totalt
Driftsinntekter	1 662	395	2 057	1 470	389	1 859
Andel	81 %	19 %	100 %	79 %	21 %	100 %
Netto driftsresultat	14	-2	12	462	-4	458
Andel	120 %	-20 %	100 %	101 %	-1 %	100 %

Figur 2.1.5: Driftsinntekter og driftsresultat fordelt på virksomhetsområde, 2004 og 2005 (tall i millioner kroner)⁹

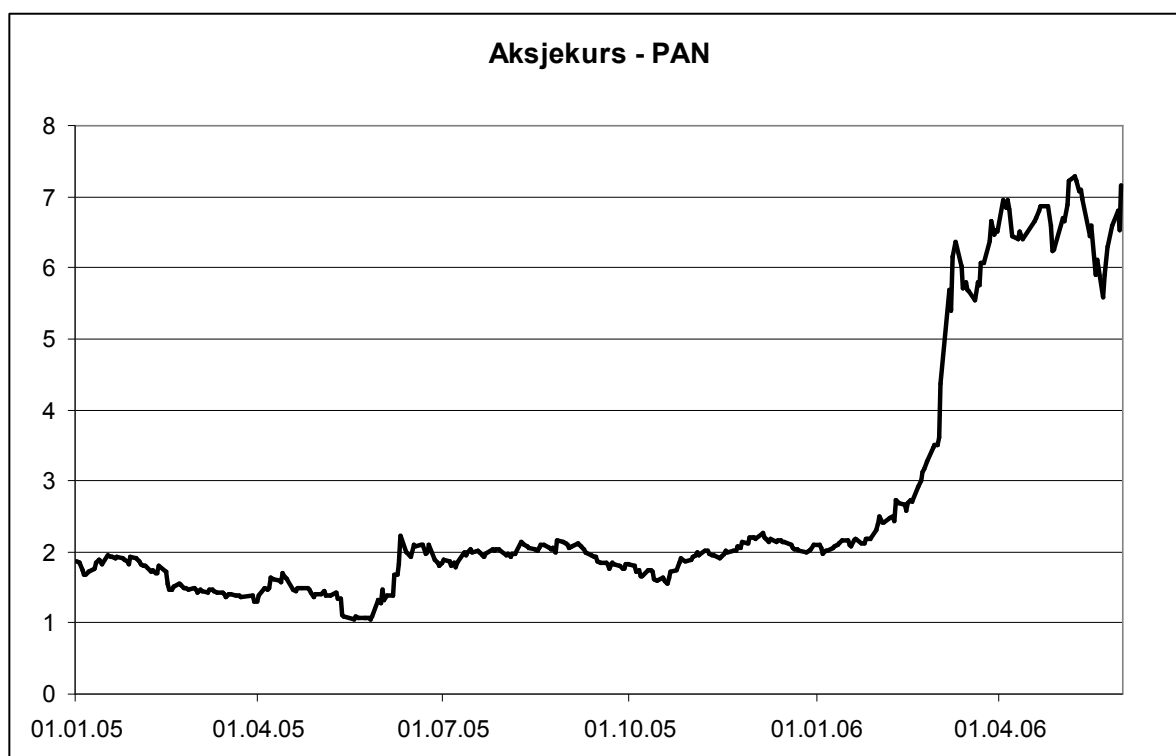
Dersom vi fordeler inntekter og driftsresultatet fra 2004 og 2005 på virksomhetsområde ser vi at rundt 20 prosent av Pan Fish inntekter kommer fra andre aktiviteter enn oppdrett. Disse

⁸ Pan Fish, Årsrapporter 2001 – 2005

⁹ Pan Fish, Årsrapport 2005

aktivitetene har derimot ikke bidratt positivt til resultatet de siste to årene. Vi ser at det klart viktigste virksomhetsområde for Pan Fish har vært oppdrett.

Aksjekursen



Figur 2.1.6: Aksjekursen for Pan Fish aksjen 01.2005 - 31.5.2006 (Kursdata fra www.hegnar.no)

Figur 2.1.6 viser aksjekursen på Pan Fish aksjen fra begynnelsen av 2005 og frem til 31. mai 2006. Kursen lenger bakover i tid enn det modellen viser egner seg dårlig i en modell sammen med dagens kurs, grunnet en spleis av aksjene (100:1) som ble iverksatt 20. august 2004. Fire år tidligere, den 21. august 2000 ble aksjene i Pan Fish omsatt for 7900 kroner per aksje (justert for spleisen). Dette er den høyeste verdien aksjen har hatt noensinne. Senere stupte kursen i sammenheng med de negative resultatene rundt 2002. Aksjen nådde sin laveste verdi gjennom tidene den 19. mai 2005. Da var verdien 1,06 kroner per aksje. I slutten av februar og begynnelsen av mars i år, steg kursen kraftig. Kursen den 31. mai 2006 var 7,15.

2.2 Marine Harvest¹⁰

Marine Harvest var også før det ble kjøpt opp av Pan Fish verdens største lakseoppdrettsselskap. I 2005 leverte dette selskapet, som da var datterselskap i det nederlandske konsernet Nutreco, 17 prosent av den slaktede atlantiske



laksen på verdensbasis. Selskapet har 5300 ansatte, og er integrert i hele verdikjeden rundt lakseoppdrett. Fokuset i Marine Harvests strategi er å produsere et bredt spekter av produkter fra oppdrettslaks med høy kvalitet til en konkurransedyktig pris. Selskapets globale tilstedeværelse og samarbeid med store aktører i matvarebransjen skal sørge for at selskapet hurtig fanger opp nye trender i etterspørselen etter lakseprodukter, og kan tilpasse produksjonen etter disse. Marine Harvest driver også oppdrett av andre fiskearter. I Norge eier Marine Harvest 116 konsesjoner for oppdrett av laks.

2.2.1 Virksomhetsområder

Marine Harvest driver i dag oppdrett av laks i Norge, Chile, Skottland, Canada og Irland. Den totale produksjonen av laks var i 2005 270000 tonn. Samme året produserte selskapet 7100 tonn annen oppdrettsfisk. Denne virksomheten består blant annet av oppdrett av torsk i Norge og yellowtail i Japan. I tillegg til dette har Marine Harvest videreforedlingsvirksomhet i form av filèteringsanlegg i Chile og USA, røkerier i Belgia, og diverse videreforedling i Frankrike. Marine Harvest er til stede i de viktigste markedene for oppdrettslaks gjennom salgskontorer i 16 land.

¹⁰ Pan Fish, Prospekt 5.5.2006

2.2.2 Finansielle nøkkeltall

	2005
Driftsinntekter	5 758 043
Fullstendig årsresultat	490 656
Eiendeler 31.12	9 261 138
Egenkapital 31.12	5 010 111
Rentebærende gjeld 31.12	2 334 600

Figur 2.2.1: Finansielle nøkkeltall, Marine Harvest konsernet (i tusen kroner)¹¹

Ettersom Marine Harvest har vært et datterselskap til Nutreco, og kun eksistert i kort tid, finnes bare estimerte regnskapstall for 2005. Disse viser at selskapet gikk med et solid overskudd tilsvarende 490 millioner norske kroner i 2005. Omgruppert finansregnskap for Marine Harvest er vedlagt i appendiks E.

2.3 Fjord Seafood Konsernet¹²

Fjord Seafood er en global tilbyder av videreforedlet sjømat, og verdens fjerde største oppdrettsselskap. Selskapet hadde i slutten av 2005 2444 ansatte i ni land. Selskapets strategiske fokusområder er smoltproduksjon, oppdrett, videreforedling, produktutvikling, markedsføring og salg. Konsernets hovedkontor ligger i Oslo, og det



norske datterselskapet har sitt hovedkontor i Brønnøysund. Konsernet eier 52 konsesjoner for lakseoppdrett i Norge. Fjord Seafood slaktet 69 000 tonn laks i 2005.

¹¹ Pan Fish, Prospekt 23.3.2006

¹² Pan Fish, Prospekt 5.5.2006

2.3.1 Virksomhetsområder

Fjord Seafood har i dag virksomhet både i Europa og Amerika. I Europa driver konsernet oppdrett av laks i Norge og Skottland, samt videreforedling og salg i Belgia, Nederland, Island, Skottland og Frankrike. I Amerika har Fjord lakseoppdrettsvirksomhet i Chile, samt videreforedlings- og salgsvirksomhet i USA og Chile. En del av Fjord Seafoods videreforedling er av annen sjømat enn laks, eksempelvis hvit fisk, flyndre, reker og muslinger.

2.3.2 Finansielle nøkkeltall

	2001	2002	2003	2004	2005F
Driftsinntekter	3 365 499	4 049 493	4 047 418	3 713 151	3 854 400
Fullstendig årsresultat konsernet	-743 155	-192 278	-781 994	-27 054	568 644
Eiendeler 31.12	5 352 339	5 335 143	4 826 172	4 399 954	4 906 484
Egenkapital 31.12	1 687 708	2 109 359	1 541 685	1 414 460	2 176 101
Rentebærende gjeld 31.12	2 923 132	2 526 196	2 553 867	2 398 439	1 879 078

Figur 2.3.1: Finansielle nøkkeltall Fjord Seafood konsernet (i tusen kroner)¹³

Fjord Seafood presenterte et foreløpig overskudd for 2005 på hele 569 millioner. Dette var første gang siden regnskapsåret 2000 at Fjord presenterte positivt resultat. Selskapet har hatt stabil omsetning de siste årene. Omgruppert finansregnskap for Fjord Seafood er vedlagt i appendiks B.

2.4 Kritsen Holding¹⁴

Kritsen Holding ble kjøpt opp av Pan Fish konsernet 2. januar 2006. Selskapet eier tre franske røkerier, og er en av de ledende videreforedlingsvirksomhetene i Europa, med store markedsandeler i blant annet Frankrike og Italia. Selskapet produserer et bredt sortiment

¹³ Fjord Seafood, Årsrapporter 2001 - 2005

¹⁴ Pan Fish, Pressemelding 2.1.2006

røkte lakseprodukter, har en sterk merkevare, og store kunder innen både matvarebransjen og cateringbransjen.

2.4.1 Finansielle nøkkeltall

	2005
Driftsinntekter	445 000
Fullstendig årsresultat	-25 000
Eiendeler 31.12	314 000
Egenkapital 31.12	30 000
Rentebærende gjeld 31.12	127 000

Figur 2.4.1: Finansielle nøkkeltall Kritsen Holding (i tusen kroner)¹⁵

Kritsen Holding gikk med ett lite underskudd i 2005. Årsaken til dette var først og fremst høye råvarepriser (laksepriser). Pan Fish kjøpte Kritsen Holding for 30 millioner.

¹⁵ Pan Fish, Årsrapport 2005

3. Presentasjon av markedet for oppdrettslaks

Markedet som Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood opererer i er som tidligere nevnt markedet for atlantisk laks, og markedet for videreforedte fiskeprodukter. I Pan Fish er den klart viktigste virksomheten oppdrett og salg av laks. Jeg vil derfor fokusere på markedet for oppdrettslaks.

Atlantisk laks er en av syv laksearter som omsettes på verdensmarkedet, hvorav fem er forskjellige typer stillehavslaks, og den siste typen er sjøørret. Atlantisk laks er den klart mest omsatte arten totalt i verden. Det ble i 2004 omsatt 1192 tusen tonn atlantisk laks, mer enn tre ganger så mye som den påfølgende arten, Pink (381 tusen tonn). Laks blir fanget vilt, eller alt opp i anlegg. Laks som er alt opp dominerer nå markedet, og hadde en andel på 60 prosent av laksemarkedet i 2004. Oppdrettslaks har en stor fordel sammenlignet med vill laks, da oppdretterne i mye større grad kan kontrollere kvalitet og kvantitet på laksen.¹⁶

3.1 Etterspørselssiden

Produkter av atlantisk laks er relativt unge på verdensmarkedet. Det er bare i løpet av det siste tiåret at oppdrettslaks har blitt omsatt i et globalt marked. Oppdrettslaksen ble først markedsført og solgt i markeder som allerede omsatte vill laks, og hadde eksisterende distribusjonskanaler. De tradisjonelt største etterspørerne etter oppdrettslaks er derfor Vest-Europa, USA og Japan. Disse markedene antas nå å være modne.¹⁷

De markedene som vokser hurtigst er markedene i Øst-Europa og Latin Amerika. Disse markedene har vokst i gjennomsnitt med henholdsvis 35 og 20 prosent årlig de siste ti årene. Russland alene stod for 40 prosent av veksten i verden i perioden 2003-2005. Figur 3.1.1 viser utviklingen i mengde (tonn hel fisk) atlantisk laks som er konsumert i de ulike markedene fra 2000 til 2004. I gruppen "Andre" er Russland den største aktøren.

¹⁶ Kontali Analyse, Salmon World 2005

¹⁷ Pan Fish, Prospekt 23.3.2006

	2000	2001	2002	2003	2004
EU-25	462 900	494 800	522 300	580 900	588 300
USA	199 800	249 900	295 000	311 100	303 900
Japan	56 100	66 000	65 300	50 300	64 800
Andre	139 500	172 300	186 200	196 600	234 600
Totalt	858 300	983 000	1 068 800	1 138 900	1 191 600

Figur 3.1.1: Etterspørselen etter atlantisk laks 2000 - 2004.¹⁸

3.2 Tilbudssiden

Oppdrett av atlantisk laks krever tilgang på lokasjoner i sjøen der laksen vil trives, slik at den vokser fort til den ønskede størrelsen. Oppdrett av atlantisk laks er derfor bare gunstig i noen få land. Norge er den klart største oppdretteren av atlantisk laks, etterfulgt av Chile som har vært den hurtigst voksende leverandøren de siste årene. Det er i hovedsak syv land som står for verdensproduksjonen av atlantisk laks. Figur 3.2.1 viser utviklingen i produksjonen av atlantisk laks i de syv største leverandørlandene, og i verden totalt sett. Jeg vil komme tilbake til de forskjellige aktørene på tilbudssiden i markedet, i den strategiske analysen.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005e
Norge	422 100	413 300	443 900	508 400	537 000	531 100
Storbritannia	119 800	131 600	140 100	162 300	136 900	122 100
Chile	166 900	244 800	268 200	280 700	344 800	390 500
Canada	78 800	99 300	112 000	92 000	89 000	94 000
USA	22 400	21 400	13 200	18 000	13 300	9 600
Færøyene	29 800	41 000	42 100	47 100	36 800	14 400
Irland	19 300	23 700	22 300	18 400	12 100	17 500
Andre	14 000	15 300	18 500	20 000	22 300	24 900
Totalt	873 100	990 400	1 060 300	1 146 900	1 192 200	1 204 100

Figur 3.2.1: Tilbudet av atlantisk laks 2000 – 2005e.¹⁹

¹⁸ Kontali Analyse, Salmon World 2005

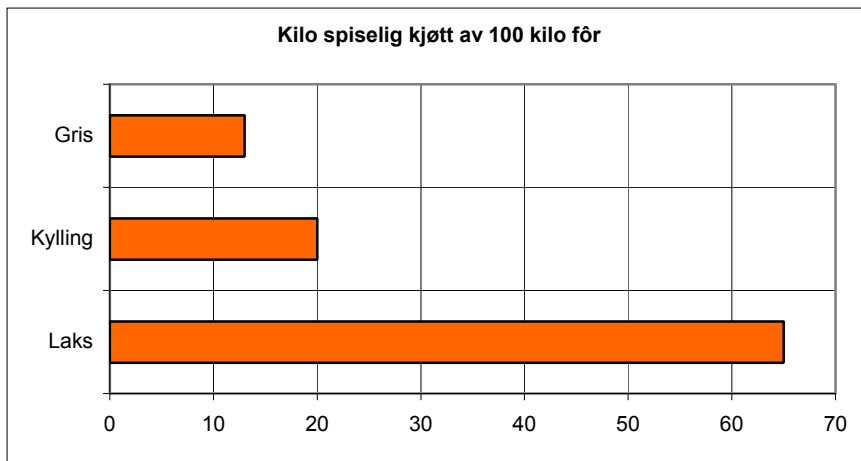
¹⁹ Kontali Analyse, Salmon Market Analysis 2004

3.3 Fremtidsutsikter

Verdens totale konsum av sjømat var i 2003 128 millioner tonn ifølge FNs egen mat- og jordbruksorganisasjon, FAO (Food and Agriculture Organisation). Forskning gjort av FAO viser at konsumet av sjømat har vokst fortere, og vil fortsette å vokse fortere, enn konsumet av andre matvarer. FAO presenterer flere faktorer og trender som støtter opp om påstanden om fremtidig vekst.²⁰ Først og fremst vil befolkningsveksten i verden være en faktor som driver konsumet av sjømat opp. FAO antar at befolkningstallet i verden vil øke fra 6 milliarder i 2003 til 9-10 milliarder i 2050. En annen faktor er at konsumet av sjømat per capita er forventet å øke på verdensbasis, fra 16 kilo årlig i 2003 til å bli rundt 20 kilo årlig i 2030. En generell økning i levestandard vil sørge for økt etterspørsel etter kvalitetsprodukter, slik som atlantisk laks.

Sjømat blir generelt oppfattet som en et næringsrikt og sunt alternativ til andre kjøttprodukter, grunnet lavt innhold av kolesterol og høyt innhold av Omega 3 fettsyrer. Disse fordelene er forventet å være en drivkraft bak konsumet av sjømat generelt, og oppdrettslaks spesielt. Sist, men ikke minst viktig, er det faktum at oppdrettsfisk er en mer effektiv proteinkilde en alternative kjøttprodukter, hvis man ser på hvor mye protein man får ut av den mengden fôr man anvender i fremstillingen. Figur 3.3.1 viser hvor mye ferdig kjøtt man får av å anvende 100 kilo fôr til å ale opp forskjellige kilder til kjøtt.

²⁰ Food and Agricultural Organisation, SOFIA 2004



Figur 3.3.1: Anvendelse av fôr til ulik kjøttproduksjon²¹

²¹ Pan Fish, Årsrapport 2004

4. Valg av verdsettelsesteknikk

4.1 Kort oversikt over verdsettelsesteknikker²²

Formålet med verdsettelse av et selskap er å finne et estimat på verdien av egenkapitalen i selskapet. Dette estimatet kan brukes ved kjøp og salg av eierandeler i selskapet. Det finnes tre hovedteknikker for verdsettelse av selskaper. Disse representerer tre forskjellige innfallsvinkler, og kan sies å supplere hverandre. Her følger en kort presentasjon av de tre hovedteknikkene.

4.1.1 Fundamental verdsettelse

Denne teknikken er basert på analyse av underliggende, fundamentale, forhold i selskapet. Den tar utgangspunkt i strategisk og regnskapsmessig analyse av selskapet basert på offentlig tilgjengelig informasjon. På bakgrunn av disse analysene utarbeides fremtidsregnskap og avkastningskrav. Verdien av egenkapitalen beregnes som nåverdien av forventet kontantstrøm til egenkapitalen i selskapet. Alternativt kan man finne verdien av egenkapitalen ved å finne nåverdien av kontantstrømmen til totalkapitalen, og trekke fra verdien av gjelden.

4.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ, eller sammenlignende verdsettelse, er verdsettelse basert på sammenligning med andre selskaper eller eiendeler. Her finnes to metoder. Multiplikatormetoden finner verdien av egenkapitalen ved å sammenligne med verdien til komparative selskaper. Her må man ta hensyn til eventuelle forskjeller i kapitalstruktur. Substansverdimetoden finner verdien av egenkapitalen som summen av den omsettelige verdien av alle eiendeler i selskapet, minus verdien av gjelden. Den omsettelige verdien av eiendelene blir estimert ved å sammenligne med markedsverdien på komparative eiendeler.

²² Knivsfå, BUS425

4.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse benyttes til å estimere verdien av spesielle muligheter til for eksempel å utvide eller legge ned selskapet. Verdsettelsen skjer da i tråd med opsjonsprisingsteori. Denne metoden brukes ofte som et supplement til fundamental verdsettelse. Eksempelvis finner man verdien av selskapet slik det er i dag ved hjelp av fundamental verdsettelse, og supplerer denne med den opsjonsbaserte verdien av en mulighet til å utvide selskapet.

4.2 Valg av verdsettelsesteknikk²³

De viktigste faktorene når man skal velge verdsettelsesteknikk for et selskap er kjennetegn ved bransjen, hvilken fase bransjen og selskapet har i livssyklusen, og om selskapet ønsker å videreføre driften eller avvikle.

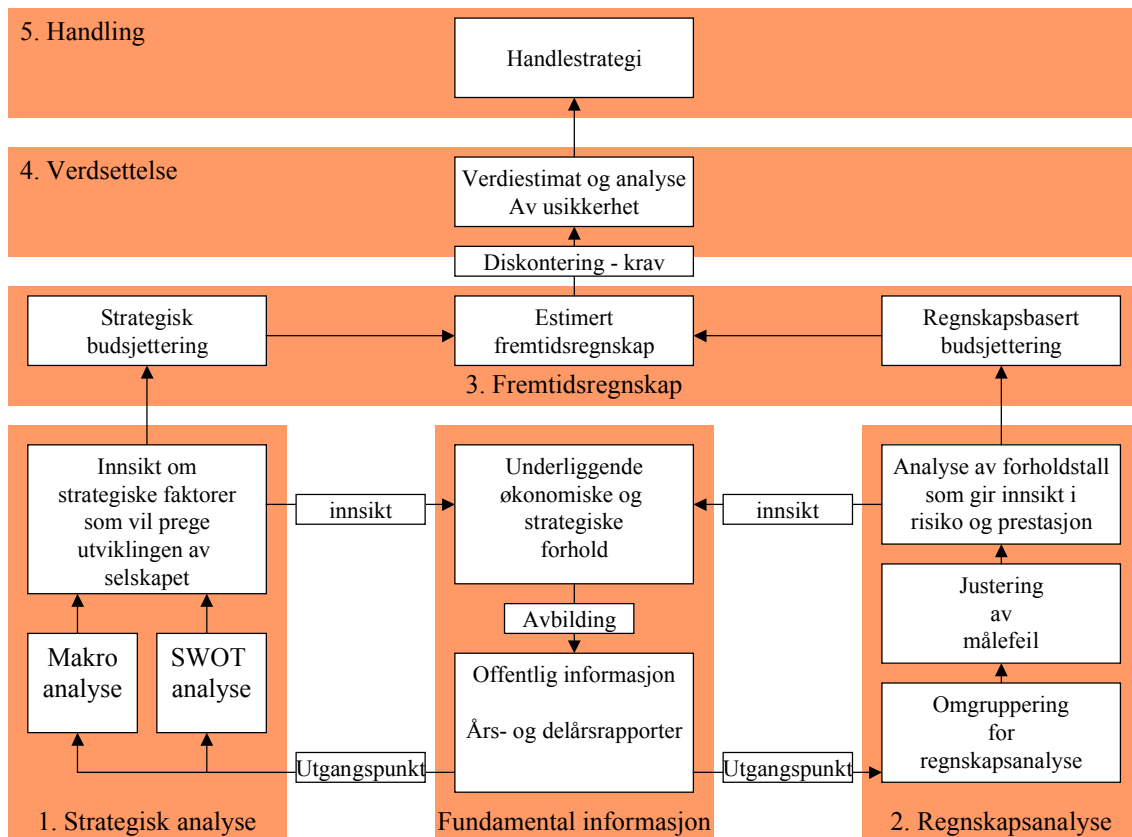
For et selskap som er i oppstartsfasen har man ofte få fundamentale data, noe som tilsier at komparativ verdsettelse er den beste metoden. Her kan en supplere med opsjonsbasert verdsetting av opsjonen til å ekspandere virksomheten. Den primære verdsettelsesteknikken for selskap med god tilgang på fundamental informasjon, eksempelvis regnskapstall for mange år, er fundamental verdsettelse. Ved planlagt avvikling er komparativ verdsettelse gjennom substansverdimetoden det beste alternativet.

Pan Fish konsernet har eksistert i mange år og det finnes mye tilgjengelig informasjon om både selskapet og bransjen. Derfor vil den mest grundige verdsettelsesteknikken for Pan Fish, slik det var før oppkjøpene i mars 2006, være den fundamentale verdsettelsen hvor vi har muligheten til å ta hensyn til all informasjonen som er tilgjengelig i markedet. De andre teknikkene er likevel gode supplementter.

For å verdsette Fjord Seafood og Marine Harvest vil jeg bruke komparativ verdsettelse og multiplikatormetoden. Jeg vil basere denne verdsettingen på Pris/Bok-forholdet til selskapskapitalen i oppdrettsselskapene på Oslo Børs.

²³ Knivsflå, BUS425

4.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse²⁴



Figur 4.3.1: Rammeverk for fundamental verdsettelse

Rammeverket i figur 4.3.1 viser at fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, og grovt sett kan deles i fem grunnleggende steg.

Offentlig informasjon er all informasjon som er tilgjengelig for offentligheten. Relevant informasjon i forbindelse med fundamental verdsettelse, er års og delårsrapporter for selskapet og andre selskaper i bransjen, bransjedata og analytikers mening, statistikk om bransjen, nyheter, og all annen informasjon som sier noe om hvordan selskapets inntjening vil være i fremtiden. Denne informasjonen er en avbildning av de underliggende fundamentale forhold i selskapet.

²⁴ Knivsflå, BUS425

1. **Strategisk analyse** tar sikte på å skape innsikt i hvordan selskapet og bransjen presterer i dag, og hvordan den vil kunne prestere i fremtiden. Vi ønsker å identifisere om selskapet vil skape superprofitt, i fremtiden. Superprofitt er avkastning utover det som er forventet av selskapet eller bransjen. For å kunne si noe om dette analyserer vi selskapet, bransjen, og makroomgivelsene.
2. **Regnskapsanalysen** tar utgangspunkt i rapporterte års og delårsresultater. Disse omgrupperes for å gi et investororientert grunnlag for analysen. Deretter foretas eventuelle justeringer for å gi et mer korrekt bilde av selskapets underliggende økonomiske situasjon. På grunnlag av dette analyseres selskapets økonomiske resultater gjennom forholdstallsanalyse (analyse av risiko og lønnsomhet), og sammenligning med bransjen. Denne analysen viser om selskapet generer superprofitt i dag, og gir en pekepinn på om dette vil være mulig i fremtiden.
3. **Utarbeiding av fremtidsregnskap og avkastningskrav** skjer på grunnlag av innsikten vi har fått om selskapet gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen.
4. **Fundamental verdsetting:** Verdien av egenkapitalen i selskapet beregnes gjennom neddiskontering av den estimerte fremtidige kontantstrømmen med det beregnede avkastningskravet. Det finnes flere ulike verdsettelsesmetoder. Jeg vil benytte en metode som verdsetter egenkapitalen direkte gjennom neddiskontering av fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen, Fri kontantstrøm-modellen²⁵.

Fri kontantstrøm-modellen

I fri kontantstrøm-modellen (FKE-modellen) blir verdien av egenkapitalen estimert som neddiskontert verdi av fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen, med andre ord de kontantstrømmer som tilfaller eierne av selskapet i fremtiden. Disse kontantstrømmer må derfor budsjetteres. Det er en urealistisk målsetting å budsjettere kontantstrømmer for selskapet i evig fremtid. Man budsjetterer derfor kontantstrømmer for en gitt periode (budsjettperioden), og antar som en tilnærming at bedriften etter dette kommer i en tilstand som vi kaller ”steady state”. Etter steady

²⁵ Knivsfå, BUS 425

state antar man at fremtidig vekst i kontantstrømmen er lineær. Verdien av selskapet ved budsjettthorisonen (det året man antar at selskapet er i steady state) kan derfor beregnes ved hjelp av en formel for nåverdiberegning av en kontantstrøm med konstant vekst i all fremtid (Gordons formel):

$$\text{Nåverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekst}}$$

Verdien av selskapet det året det inntar steady state (horisontverdi) er dermed:

$$\text{Horisontverdi} = \frac{\text{Forventet kontantstrøm til egenkapitalen i steady state}}{\text{Avkastningskrav til egenkapitalen} - \text{Vekst i egenkapitalen}}$$

Dermed kan den samlede verdien av selskapet beregnes slik:

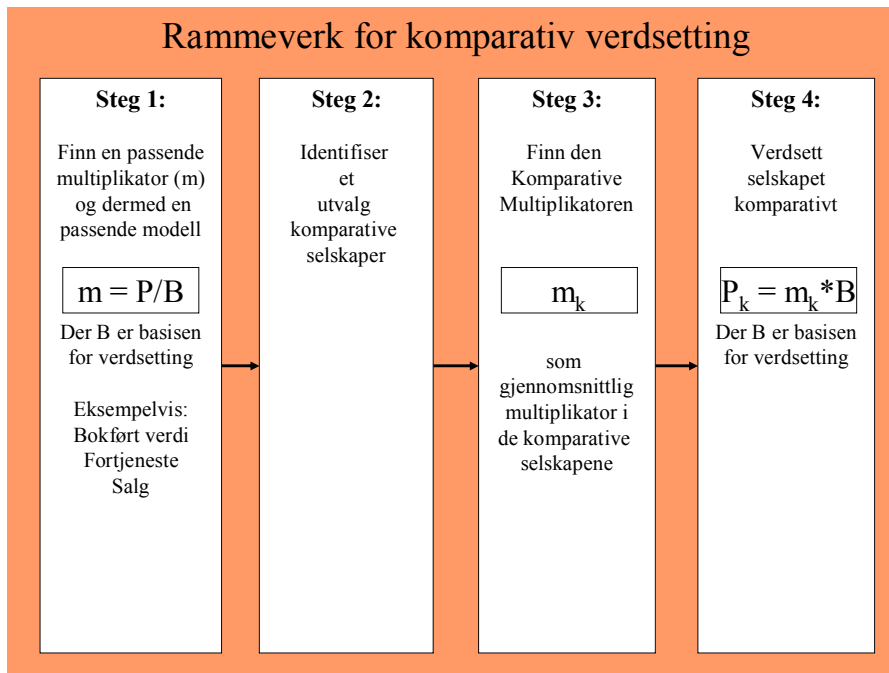
$$\text{Verdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Kontantstrøm til EK}_t}{(1 + \text{ekk}_1) \times \dots \times (1 + \text{ekk}_t)} + \frac{\text{Horisontverdi}_T}{(1 + \text{ekk}_1) \times \dots \times (1 + \text{ekk}_T)}$$

Der ekk_t er avkastningskravet til egenkapitalen for år t , og T er året som selskapet kommer i steady state. Dette verdiestimatet kan suppleres med en følsomhetsanalyse, som viser hvilken usikkerhet som ligger i det.

5. På bakgrunn av den estimerte verdien og den omsettelige verdien i markedet, utarbeides en **handlingsstrategi**.

Dette rammeverket vil jeg benytte i utarbeidelsen av et verdiestimat på det opprinnelige Pan Fish konsernet.

4.4 Rammeverk for komparativ verdsettelse²⁶



Figur 4.4.1: Rammeverk for komparativ verdsettelse

Rammeverket i figur 4.4.1 viser at komparativ verdsettelse foregår gjennom fire steg.

1. I det første steget må man **velge hvilken basis (B) og modell** man vil bruke som utgangspunkt for modellen. Her har man flere valgmuligheter. Eksempelvis kan man velge å verdsette selskapet på grunnlag av fortjeneste, bokført kapital, salgsinntekter, eller man kan velge ikke finansielle faktorer som antall kunder eller antall treff på en hjemmeside. I dette steget velger man også om man vil verdsette egenkapitalen direkte, eller om man vil anvende selskapskapitalmetoden som tar hensyn til forskjeller i finansieringen i de komparative selskapene.
2. I steg to må man så velge hvilke **sammenlignbare selskaper** man ønsker å bruke som grunnlag for verdsettelsen. Hvilken informasjon som er tilgjengelig om selskapene er selvsagt avgjørende for hvilke selskaper man kan velge å sammenligne

²⁶ Knivsflå, BUS425

med. Det blir eksempel umulig å verdsette ved hjelp av Pris/Bok-forhold dersom man ikke vet en markedspris (børsverdi) eller bokført verdi på selskapet.

3. På grunnlag av data om de sammenlignbare selskapene man har valgt i steg to kan man så **beregne en komparativ multiplikator** (m_k). Dersom man eksempelvis har valgt en Pris/Bok-modell, beregner man m_k som gjennomsnittet av Pris/Bok-forholdet hos de komparative selskapene.
4. I siste steget kan man så **finne et verdiestimat** på egenkapitalen (eller selskapskapitalen) ved å multiplisere multiplikatoren med basis i selskapet. I Pris/Bok-modellen innebærer dette at man multipliserer det gjennomsnittlige Pris/Bok-forholdet med den bokførte verdien av kapitalen i selskapet. På bakgrunn av dette verdiestimatet kan man så utarbeide handlestrategier.

Dette rammeverket vil være utgangspunktet for verdsettelsen av Marine Harvest og Fjord Seafood i kapittel 5.2.

5. Verdsettelse av Pan Fish

Som nevnt i innledningen vil det være nødvendig å dele opp verdsettelsen av Pan Fish i flere trinn, grunnet oppkjøpene som ble foretatt i mars 2006. Det første trinnet, som utgjør den viktigste delen av verdsettelsen, er verdsettelsen av Pan Fish konsernet slik det var før oppkjøpene i mars 2006, heretter beskrevet som det opprinnelige Pan Fish konsernet (selv om dette også kan være et misvisende navn). De to neste trinnene er verdsettelse av Marine Harvest og Fjord Seafood. Til slutt vil jeg samle verdiene av de tre selskapene, og gi et verdiesimat på Pan Fish konsernet slik det er per 31. mai 2006, heretter kalt det nye Pan Fish konsernet.

5.1 Fundamental verdsettelse av det opprinnelige Pan Fish konsernet.

Jeg begrunnet i kapittel 4 valget av verdsettelsesteknikk for det opprinnelige Pan Fish konsernet, og presenterte rammeverket for fundamental verdsettelse. Jeg vil nå anvende dette rammeverket.

5.1.1 Strategisk analyse²⁷

Det første steget i den fundamentale verdsettelsen er den strategiske analysen av konsernet. Denne skal gi en forståelse av selskapet og bransjen, og kartlegge faktorer som kan fortelle oss hvordan utviklingen i lønnsomheten til selskapet kommer til å bli. Det verktøyet jeg vil bruke til dette, er SWOT (Strength, Weakness, Opportunities, Threats)-analysen. Denne tar sikte på å identifisere sterke og svake sider innad i selskapet gjennom en internanalyse, samt lokalisere muligheter og trusler som finnes i bransjen og dens omgivelser gjennom en eksternanalyse. Det vil også være informativt å analysere selskapets makroomgivelser.

²⁷ Hill & Jones, 2004

Analyse av makroomgivelser

En analyse av bransjens makroomgivelser er fokusert rundt det å identifisere relevante trender i miljøet og tiden, og rammebetingelser som oppdretterne opererer under. Vi kan bruke PESTE-modellen som utgangspunkt for en slik analyse. PESTE står for Political, Economical, Sociocultural, Technological and Environmental, og er en huskeregel for disse fem faktorer som former bransjens omgivelser (Politiske, Økonomiske, Sosiokulturelle, Teknologiske og Miljømessige). I det følgende vil jeg presentere de makrofaktorer som utgjør rammebetingelsene for bransjen, og drøfte på hvilken måte denne påvirkningen foregår.

Konsesjoner og lovverk

Fiskeoppdrettere i alle land driver oppdrett på konsesjon gitt av myndighetene i landet. En konsesjon er en tillatelse til å drive oppdrett i tråd med gjeldene lovverk. Gjeldende lovverk krever en gitt standard på anleggene som brukes til oppdrett. Disse må inspiseres før de kan bli tatt i bruk. I tillegg kreves kontroll av arbeidsoppgaver, overvåkning av miljøet rundt anleggene og sykdomskontroller. Andre lovbestemmelser stiller krav til hygiene rundt transport og slakting av fisken, samt matvaresikkerhet.²⁸

I Norge finnes det rundt 900 matfisk-konsesjoner til lakseoppdrett. Myndighetene styrer hvor mange nye konsesjoner som skal utstedes, og formålet med å begrense antallet er å ikke drive rovdrift på naturen. Konsesjonene er knyttet til lokasjoner, og er omsettelige. Matfisk konsesjoner har ingen tidsbegrensning, men en begrensning knyttet til hvor mye fisk du kan ale opp per konsesjon. Man må også ha konsesjon for å drive settefiskanlegg, og stamfisk oppdrett. Begrensningene i konsesjoner og områder som egner seg til å drive lønnsom oppdrett, gjør at veksten i produksjon på verdensbasis er svært begrenset.²⁹

Eierrestriksjoner

Da den rød-grønne regjeringen kom til makten i Norge høsten 2005, utformet den en ny forskrift som regulerer hvor mye det er lov for et enkelt selskap å eie av matfisk-konsesjonene for oppdrett av laks i Norge. Forskriften sier at et selskap maksimalt kan eie 25

²⁸ Pan Fish, Prospekt 23.3.2006

²⁹ Statistisk Sentralbyrå, Norsk Fiskeoppdrett 2003

prosent av disse. For å få tillatelse til å eie mer en 15 prosent, må selskapet få innvilget en søknad om dette. Bakgrunnen for begrensningene er at Senterpartiet mener distriktsnorge er best tjent med de små og mellomstore oppdrettsselskapene. Lignende eierrestriksjoner finnes ikke i andre lakseproduserende land. Pan Fish måtte på bakgrunn av disse restriksjonene søke Stortinget om dispensasjon til å eie inntil 25 prosent av konsesjonene i Norge, for å kunne slå sammen Pan Fish og Marine Harvest. Søknaden ble innvilget.³⁰ Oppkjøpet krever imidlertid også godkjenning av konkurransemyndigheter i land der selskapene opererer, før de får tillatelse til å slå seg sammen.

Handelsbarrierer

En annen politisk faktor som påvirker oppdrettsnæringen er handelsbarrierer. Handelsbarrierer er ulike tiltak som straffetoll, importforbud og importkvoter, som er ment å legge begrensninger i handel av gitte produkter mellom to land.³¹ Slike barrierer kan bli innført av ulike årsaker. Ofte er de ment for å beskytte den nasjonale næringen mot konkurranse fra næringer i andre land. Men de kan også skyldes politiske faktorer, som for eksempel når et land nekter å handle med et annet fordi det bryter menneskerettigheter. Den norske laksenæringen står overfor handelsbegrensende og konkurransehennende handelsbarrierer i handel med EU, USA og Russland. Jeg drøfter i de følgende avsnitt kort de barrierer som er knyttet til handel med EU og Russland som er viktige markeder for Pan Fish.

EU

Norske oppdrettsselskaper har i flere år stått overfor handelsbarrierer når de ønsker å selge laks til EU land. Dette skyldes at EU anklager norske oppdrettere for tidligere å ha drevet prisdumping i europeiske markeder for å stjele markedsandeler. Etter siste revurdering av denne handelsbarrieren (Sunset Review), er det nå slik at norske oppdrettsselskaper står overfor en minstepris når de selger fisk til EU land.³² Minsteprisen ligger på 2,80 euro per kilo hel fisk, noe som tilsvarer ca 22 norske kroner. Det er også bestemt minstepriser for

³⁰ Pan Fish, Pressemelding 5.5.2006

³¹ Norman, 1993

³² Dagens Næringsliv, www.dn.no

andre lakseprodukter, som små og store fileter etc. Per i dag har ingen av disse minsteprisene noen betydning siden lakseprisen er høy, men de kan få betydning ved et eventuelt prisfall. Norske myndigheter bringer i disse dager saken inn for verdens handelsorganisasjon, WTO, og krever handelsbarrierene fjernet. Samtidig bringer laksenæringen saken frem for EU-domstolen.³³

Russland

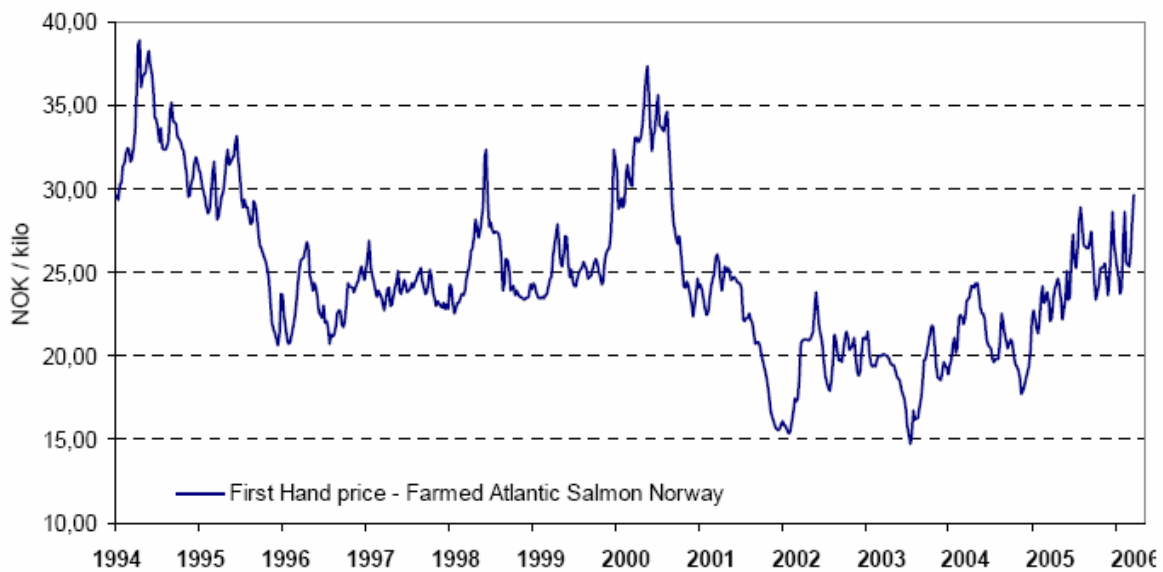
I begynnelsen av desember 2005 havnet den norske laksenæringen også i klammeri med de russiske myndighetene. Russerne hevdet å ha funnet for høyt innhold av metallene kadmium og bly i fersk norsk laks. På dette grunnlaget valgte russiske myndigheter å stanse all import av fersk norsk laks fra 1. januar 2006. Fra flere hold ble det spekulert i om funnene var konstruert, og at det hele var iscenesatt av russerne. Det er ikke funnet lignende funn ved andre uavhengige analyser av norsk laks.³⁴ De multinasjonale selskapene, deriblant Pan Fish, omgikk importforbudet ved å selge laks fra deres datterselskaper i Skottland. Pan Fish og Marine Harvest var de to første oppdrettsselskapene som fikk begynne å eksportere fersk norsk laks til Russland igjen i midten av april 2006.³⁵

³³ Intrafish, www.intrafish.no

³⁴ Norsk Fiskeoppdrett, www.kyst.no

³⁵ Hegnar.no

Lakseprisen



Figur 5.1.1.1: Prisen på atlantisk oppdrettslaks i Norge, 1994 – 2006³⁶

Lakseoppdretterne må forholde seg til markedsprisen på laks, lakseprisen. Denne prisen bestemmes av tilbuds og etterspørselsforholdet i de forskjellige markedene der laksen blir omsatt. Prisen på laksen avhenger av fiskens størrelse, kvalitet, og av hvilket marked den omsettes i. Figur 5.1.1.1 viser prisen på atlantisk laks levert i Oslo, i størrelsen 4-5 kilo, i perioden fra 1994 til mars 2006. Av figuren fremgår det at lakseprisen er veldig volatil. Den gjennomsnittlige lakseprisen i Oslo var på 25,79 kroner/kiloen i 2005, mot 21,99 året før.³⁷

Lønnsomheten i oppdrettsbransjen er naturlig nok svært avhengig av lakseprisen. Tilbyderne i bransjen kan til en viss grad påvirke utviklingen av denne prisen gjennom sin utsetting av fisk. Tradisjonelt har lakseoppdretterne satt ut mer fisk i tider med høy etterspørsel, og dermed skapt et tilbudsoverskudd i neste periode, som har medført prisfall, redusert utsetting av fisk, og dermed tilbudsunderskudd i neste periode igjen. Vi kan si at lakseoppdrett (i likhet med annen industri som produserer homogene produkter) er en syklisk industri.

³⁶ Pan Fish, Prospekt 23.3.2006

³⁷ Pan Fish, Årsrapport 2005

Størstedelen av fisken som Pan Fish omsetter blir solgt i det europeiske markedet, hvor den gjeldende valutaen er Euro. Den reelle lakseprisen for Pan Fish er dermed også utsatt for svingninger i valutakursen NOK/Euro.

Sunn og frisk mat

En trend som preger utviklingen i matvarebransjen i den rike del av verden er at konsumentene ønsker friskere, sunnere og tryggere mat. Dette medfører at kundene stiller strengere krav til verdens matvareprodusenter, deriblant oppdrettsnæringen. Samtidig blir det forsket mye på hva som er sunn mat. Fisk generelt, og laks spesielt, har tradisjonelt sett vært ansett som en sunn matvare. Tradisjonell forskning har vist at Omega-3 innholdet i laksen, reduserer faren for kreft, hjerte- og karsykdommer, og diabetes, samt er viktig for hjerneutvikling og funksjon. Noen nyere tester har derimot påvist at Omega-3 slett ikke er så sunt.³⁸

Kyllingprodukter som tradisjonelt sett også har vært ansett som sunn mat, og derfor har vært en direkte konkurrent til lakseprodukter, har nå fått et utrygghetsstempel på seg. Årsaken til dette er fugleinfluenzaen. Denne svekker tilliten til kyllingprodukter hos konsumentene. Det har ført til fall i etterspørselen etter kyllingprodukter, mens etterspørselen etter lakseprodukter har økt.

Sykdomsutbrudd har også ved flere tilfeller i historien rammet oppdrettsnæringen, og er en stor risikofaktor ved lakseoppdrett. Utbrudd av laksesykdommer har ført til at store mengder laks har måttet bli slaktet ved mange anlegg. Man antar at forskjellige sykdommer i gjennomsnitt ødelegger 15 prosent av hver generasjon laks. Disse sykdommene rammer forskjellige laksearter og oppdrettsområder i ulik grad. ISA (Infectious Salmon Anaemia) og IHN (Infectious Haematopoietic Necrosis) er de sykdommene som gjør mest skade. Flere tiltak har blitt satt i verk for å redusere utbruddene av slike sykdommer. Vaksinerings og brakklegging av lokasjoner mellom generasjoner er viktige eksempler.³⁹ Det blir gjort mye forskning på bruk av antibiotika, sammensetninger av fôr, og lysmanipulering, for å

³⁸ Laksefakta.no

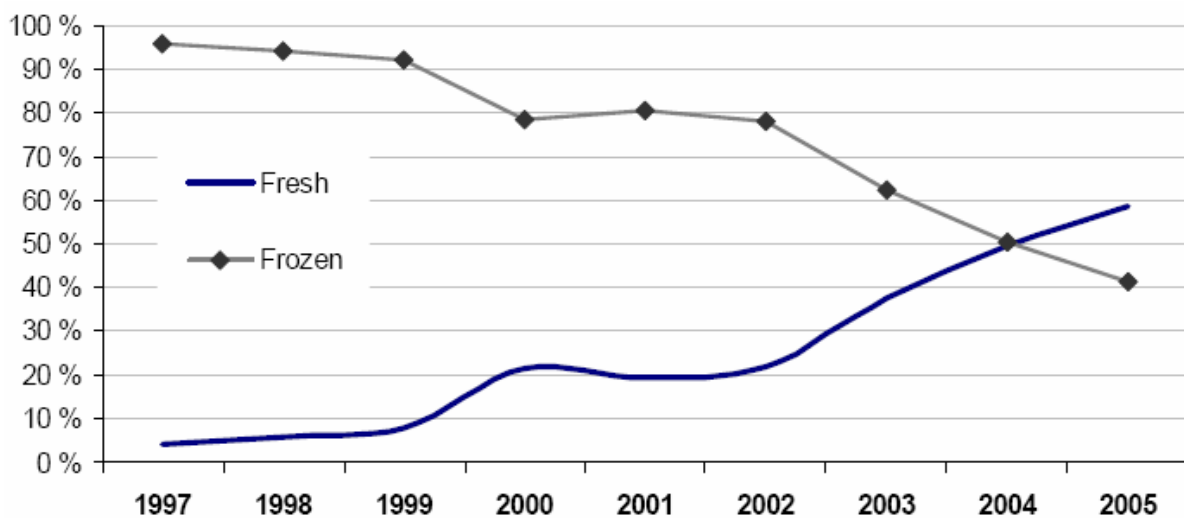
³⁹ Pan Fish, Prospekt 5.5.2006

forbedre laksens motstandsdyktighet overfor laksesykdommer, og evne til å vokse fort. Dette kan resultere i mer effektiv utnyttelse av konsesjoner.⁴⁰

Laksenæringen har også sett seg tvunget til å iverksette tiltak for å forsikre sluttbruker om at produktet er sunt og friskt. Et slikt tiltak er å gjøre lakseproduktene sporbare. Dette innebærer et system som dokumenterer fiskens historie fra rogn til ferdig produkt. Men kan dermed finne ut hvor fisken kommer fra, hva den har spist og hvilke vaksiner den har fått. Det blir dermed også lettere å trekke tilbake dårlige produkter fra markedet dersom det blir oppdaget feil.⁴¹

Andre forbrukertrender

En tydelig forbrukertrend de siste årene er skifte i etterspørselen etter frossen kontra fersk laks. Tidligere var det mest frossen laks som lå i handlekurvene til konsumentene. Nå blir den ferske laksen mer og mer populær. I figur 5.1.1.2 er dette skissert ved å vise andelen fersk (fresh) og frossen (frozen) laks eksportert til det russiske markedet fra Norske eksportører de siste ni årene.



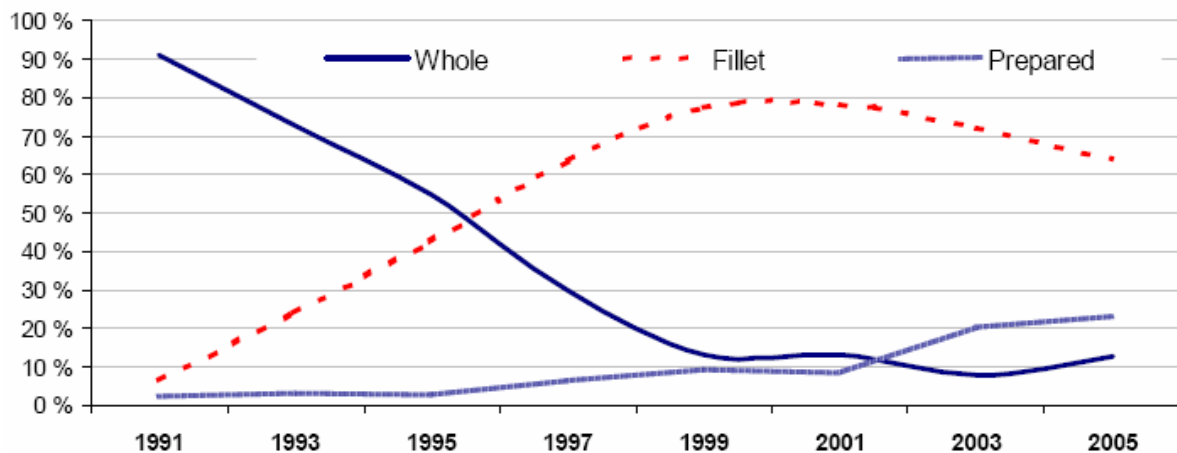
Figur 5.1.1.2: Andel fersk og frossen fisk eksportert til Russland fra Norge i perioden 1997 til 2005.⁴²

⁴⁰ Norsk Fiskeoppdrett, www.kyst.no

⁴¹ Laksefakta.no

⁴² Kontali Analyse

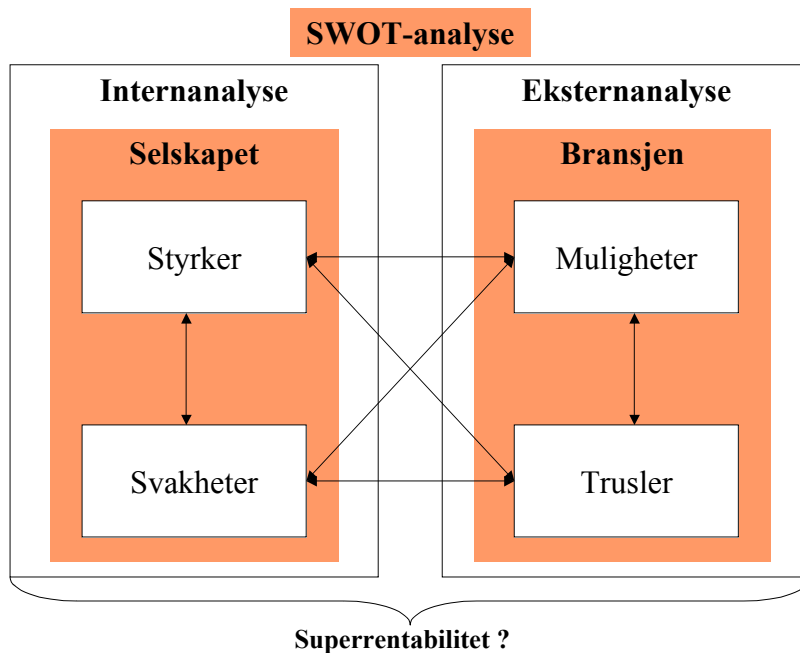
En annen trend i etterspørselen, er i fordelingen mellom videreforedlede (Prepared), fileterte (Fillet) og uforedlede (Whole) produkter. Her er trenden en stigende etterspørsel etter foredlede produkter i form av porsjonspakninger, marinerte, eller røkte produkter. Samtidig faller etterspørselen etter hele fileter noe. Etterspørselen etter hel sløyd laks har holdt seg noenlunde konstant de siste fem årene. Denne trenden er skissert i figur 5.1.1.3 som viser eksporterte lakseprodukter fra Chile i perioden 1991 – 2005. Konsernsjef i Pan Fish, Atle Eide, uttrykker ved presentasjon av siste kvartalsresultat (Q1 2006) at det nesten ikke selges hel fisk til konsumentene lenger. De foredlede produktene har tatt over.



Figur 5.1.1.3: Fordelingen av lakseprodukter, i andel av total lakseeksport fra Chile i perioden 1991 – 2005.

SWOT analyse

Rammeverk for SWOT analysen⁴³



Figur 5.1.1.4: Rammeverk for SWOT analysen

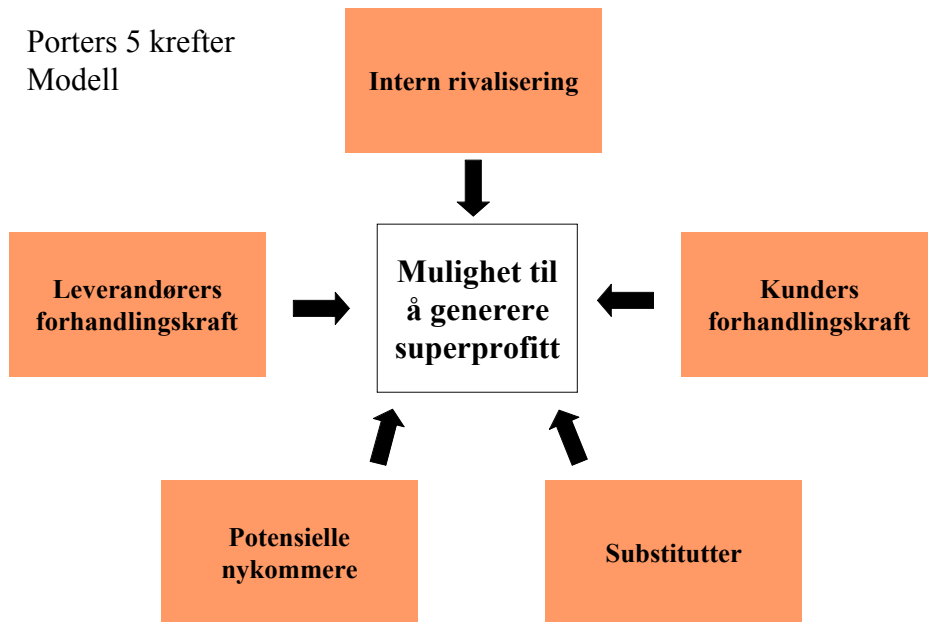
Som figur 5.1.1.4 viser er SWOT-analysen todelt. Den ene delen er en internanalyse, der selskapets styrker og svakheter står i fokus. Den andre delen er en eksternanalyse der bransjen og dens omgivelser står i fokus. Målet med begge analysene er å kartlegge om henholdsvis selskapet (internanalysen) og bransjen (eksternanalysen) vil være i stand til å generere superprofitt. Jeg vil nå presentere disse analysene hver for seg, og anvende dem på Pan Fish og oppdrettsbransjen.

Eksternanalyse⁴⁴

En vanlig modell å bruke i eksternanalysen er Porters 5-krefter-modell. Denne fokuserer på fem krefter som påvirker og former konkurransen innad i en bransje. Dersom en av disse kreftene er sterk, representerer denne en trussel for lønnsomheten i bransjen. Dersom den er svak, representerer denne en mulighet til å oppnå høyere lønnsomhet, såkalt superprofitt.

⁴³ Knivsflå, BUS425

⁴⁴ Hill & Jones, 2004



Figur 5.1.1.5: Porters 5-krefter-modell

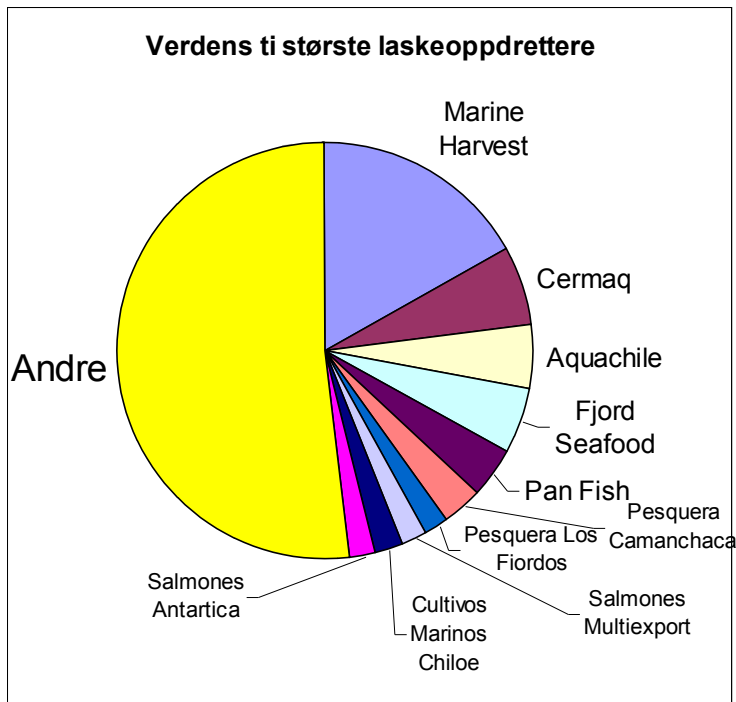
Eksternanalyse, en analyse av lakseoppdrettsbransjen.

Pan Fish opererer i bransjen for oppdrett og salg av fersk og frossen laks, samt i bransjen for videreforedlede lakseprodukter. Oppdrettsvirksomheten utgjør den klart største andelen av Pan Fish omsetning. Jeg begrenser derfor eksternanalysen til å gjelde denne virksomheten.

Intern rivalisering

Konkurransen mellom de ulike lakseoppdretterne representerer en trussel for lønnsomheten dersom det er stor priskonkurransen, etterspørselen er lav eller synkende, og utgangsbarriærene er store.

Aktørene i oppdrettsbransjen er mange og i ulike størrelser. Markedet kan derfor sies å være fragmentert, men vi ser også en tydelig konsolideringstrend. Særlig har aktørene som opererer i Chile kommet langt i denne konsolideringen. I Chile operer nå kun 29 store selskaper, hvor 16 av disse står for 90 prosent av produksjonen. I Canada og Skottland står henholdsvis fire og syv selskaper for rundt 80 prosent av produksjonen. I Norge har vi hele 147 lakseoppdrettsselskaper, der de fem største står for en tredjedel av produksjonen, og de 35 største står for rundt 70 prosent. Figur 5.1.1.6 viser de ti største lakseoppdretterne i verden, samt deres andel av verdensproduksjonen i 2005.



Figur 5.1.1.6: Verdens ti største lakseoppdrettere og andel av verdensproduksjonen (2005)⁴⁵

Graden av videreforedling av laksen før den blir solgt, varierer hos de forskjellige aktørene. I grove trekk merker vi oss at størsteparten av laksen produsert av de norske oppdretterne i dag selges som hel sløyd fisk, enten fersk eller frossen, mens den chilenske laksen blir filetert og solgt i frossen tilstand. Oppdrettsselskapene i Norge tilpasser seg nå de trendene som ble beskrevet i makroanalysen. Samtidig blir laks fra Norge ansett for å ha den beste kvaliteten, og den har det sterkeste merkenavnet.

Oppdretterne må som tidligere nevnt forholde seg til lakseprisen. Det som er viktig for oppdretterne er å tilpasse slaktevolumet slik at tilbudssiden i markedet ikke blir for stort, og å produsere til en enhetskostnad som kan tåle en nedgang i prisen. Vi kan si at aktørene i bransjen er kvantumstilpassere. Det er ikke lett å tilpasse produksjonen slik at den samsvarer med etterspørselen, siden produksjonstiden er så lang som den er i denne bransjen (to og et halvt til tre år). Derfor oppstår ofte tilbudsunderskudd eller tilbudsoverskudd i bransjen, noe som igjen gjør at graden av konkurranse mellom oppdretterne varierer. I tider med

⁴⁵ Pan Fish, Prospekt 5.5.2006

underskuddstilbud og høye priser er konkurransen liten, mens i tider med lave priser tilspisser konkurransen seg.

Utgangsbarrierer er faktorer som gjør det ulønnsomt for en aktør å forlate bransjen. En slik barriere kan være at eiendelene har lav eller ingen alternativ verdi, dersom driften blir ulønnsom. Verdien til konsesjonene som oppdretterne eier vil naturlig samvariere med lønnsomheten i bransjen. Videre vil en aktør i bransjen alltid ha store verdier i biomassen, det vil si fisken i merdene og smolten i settefiskanleggene. Derfor er det rimelig å anta at dersom bransjen opplever en midlertidig nedgangstid, vil de fleste aktører velge å redusere produksjonen, og vente på en oppgangstid, fremfor å legge ned. Vi så et eksempel på nettopp dette da Pan Fish etter nedgangstiden i 2001 til 2003 valgte å fortsette, selv med store underskudd.

Konklusjonen er at kraften knyttet til intern rivalisering er syklisk. I nedgangstider vil konkurransen være hard, men de fleste aktører velger å fortsette produksjonen, selv til lave laksepriser. I perioder med høye laksepriser vil kraften knyttet til intern rivalisering være svak. Ingen aktører vil ha muligheten til å øke tilbudet sitt nevneverdig på kort sikt. Dermed vil hele bransjen oppleve en superprofitt.

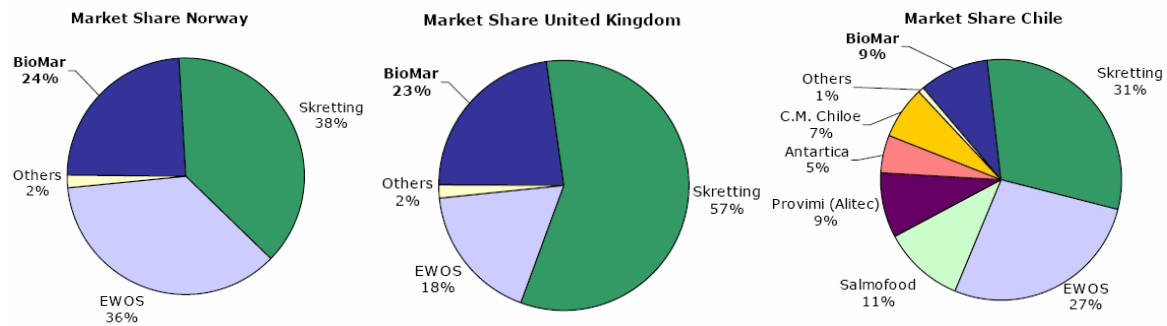
Leverandørers forhandlingskraft

Leverandører er selskaper som leverer produkter og tjenester til bransjen vi analyserer. Deres forhandlingskraft avhenger blant annet av antallet leverandører og deres størrelse relativt til bransjens totale innkjøp. Kostnader ved å gå fra en leverandør til en annen, byttekostnader, er også en viktig faktor. I tillegg kan leverandører true med å gå inn i selskapets bransje (vertikal integrasjon).

Den viktigste innsatsfaktoren i lakseoppdrett er fiskefôr. Denne stod i 2003 for 54 prosent av de totale produksjonskostnadene per kilo laks i Norge. I samme periode stod lønnskostnader og smoltkostnader for henholdsvis 7,5 og 11,3 prosent av kostnadene.⁴⁶ I Norge og på verdensbasis står tre tilbydere for 98 prosent av fôrleveransene til oppdretterne. Disse er Skretting (eid av Nutreco), EWOS (eid av Cermaq) og BioMar. Figur 5.1.1.7 viser hvor stor

⁴⁶ Statistisk Sentralbyrå, Norsk Fiskeoppdrett 2003

andel av markedet de forskjellige fiskefôrleverandørene har i henholdsvis Norge, Storbritannia og Chile i 2004



Figur 5.1.1.7: Fiskefôrproduzentenes markedsandel i Norge, Storbritannia og Chile (2004)⁴⁷

Konkurransen i fiskefôrbransjen har endret seg en del de siste årene. I 2003 var den viktigste konkurransefaktoren hvilken kredittid man kunne gi oppdretterne. Nå er denne faktoren gått i glemmeboken, og den klart viktigste konkurransefaktoren er nå prisen. Dette er svært gunstig for oppdretterne, og blant annet et resultat av konsolidering, og fokus på kostnadsreduksjon i oppdrettsbransjen. Det er derimot usikkert om denne gunstige situasjonen for fiskeoppdretterne vil vedvare. Fiskefôrproduzentene melder at de snart vil ha full kapasitetsutnyttelse på anleggene sine. Samtidig melder flere av oppdretterne at de vil øke sin produksjon. Dermed kan det oppstå tilbudsunderskudd av fiskefôr, noe som vil presse prisene opp. Det er også verdt å merke seg at halvparten av verdens fiskemel produksjon (fiskemel er den viktigste innsatsfaktoren i fôrproduksjonen) er lokalisert på Sør-Amerikas vestkyst, et område som ofte blir rammet av naturfenomenet El Niño. Under forrige El Niño ble produksjonen av fiskemel i området redusert med 30 prosent.⁴⁸

Når det gjelder muligheter for vertikal integrasjon, ser vi allerede at enkelte store aktører i oppdrettsnæringen har integrert seg vertikalt, og eier egen produksjon av fiskefôr. Cermaq eier som nevnt EWOS, mens Nutreco eide både fiskefôr produsenten Skretting og oppdrettsselskapet Marine Harvest. Det finnes derfor muligheter for oppdretterne til å produsere fiskefôr selv, dersom ikke vilkårene de får i handel med dagens leverandører er gode nok.

⁴⁷ BioMar, The Competitive Situation Within the Fish Feed Industry

Når det gjelder andre leverandører, opplyser Pan Fish at de har en langsiktig avtale om levering av smolt med det skottske selskapet Landcatch. Pan Fish eier også konsesjoner på oppdrett av egen stamfisk og kan dermed produsere sin egen rogn, dersom det blir nødvendig. Videre har de en avtale med Maritech om levering av programvareløsninger. Markedslederen innen levering og montering av merder og annet oppdrettsutstyr, Aqualine, opplyser at de har Pan Fish som kunde.⁴⁹

Oppsummert kan vi si at fôrleverandørene til oppdrettsnæringen per i dag har liten forhandlingsmakt. Stor priskonkurranse mellom fôrprodusentene gir muligheter for superprofitt hos oppdretterne. Men jeg har også argumentert for at dette vil kunne endre seg. Tidligere har det også vært slik at lønnsomheten har vært mye større hos fôrprodusentene. Da vil oppdrettere som ikke allerede eier egen fôrproduksjon, ha mulighet til å gå inn i denne bransjen. Vi kan si at kraften knyttet til leverandører er svak, og at denne i hvert fall på kort sikt representerer en mulighet til superprofitt.

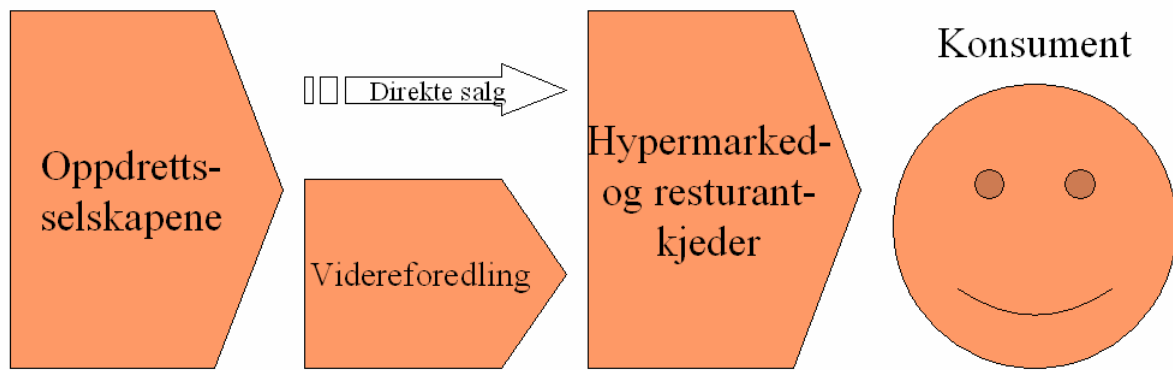
Kunders forhandlingskraft

Styrken på kundenes forhandlingskraft avhenger av de samme faktorene som leverandørenes forhandlingskraft. Antallet kunder, og størrelsen på dem, er de viktigste faktorene. Byttekostnader for kunden, og muligheter for vertikal integrasjon påvirker også mulighetene for superprofitt.

Lakseoppdretternes kunder er i hovedsak matvarekjeder/hypermarkedkjeder, cateringkjeder (som leverer mat til restauranter, flyselskaper, sykehus osv.) og videreforedlingsvirksomheter (røkerier osv) i Europa, USA, Japan og Russland. I oppdrettsbransjen har flere aktører integrert seg og gått inn i videreforedlingsbransjen. I matvare- og cateringbransjen har vi sett økt konsolidering og internasjonalisering de siste årene. Kundene har blitt større og færre. Dette har økt deres forhandlingsmakt, men fremdeles er tilbud/etterspørselsforholdet det som i hovedsak bestemmer lakseprisen.

⁴⁸ Pan Fish, Prospekt 5.5.2006

⁴⁹ Intrafish, www.intrafish.no



Figur 5.1.1.8: Verdikjeden fra oppdretter til sluttbruker

Kunden stiller nå strengere krav til kvalitet, matvaresikkerhet og leveringspresisjon, og det er på disse punktene den enkelte oppdretter kan skille seg ut. Kundene ønsker nå i større grad enn tidligere å inngå langsiktige avtaler til oppdretter for å sikre levering av laks til en stabil pris.⁵⁰ Homogeniteten i produktet reduserer byttekostnaden for kunden.

Konklusjonen er at kundenes forhandlingskraft er svak i tider med høye laksepriser, og sterk i tider med lave priser. Størrelsen på kundene setter dem i en posisjon der de kan legge press på oppdretterne, og dermed sitte igjen med større fortjeneste. Grunnet økt etterspørsel av videreforedlede lakseprodukter relativt til uforedlede produkter, ventes det at oppdretterne vil gå enda sterkere inn i videreforedlingsvirksomhet.⁵¹

Potensielle nykommere

Kraften knyttet til potensielle nykommere er sterk dersom etableringsbarrierene er små. Dette kan skyldes liten merkeloyalitet, små byttekostnader for kunder, eller ubetydelige kostnadsfordeler hos de eksisterende aktørene i bransjen.

I perioder slik som den lakseoppdrettsnæringen opplever nå, med høy etterspørsel, høye laksepriser, og økende profitt, er det rimelig å anta at det er attraktivt for investorer å investere i oppdrettsvirksomhet. Byttekostnader hos kundene er relativt små og ingen av de eksisterende aktørene har klart å opparbeide seg en klar posisjon som kostnadsleder, noe som burde invitere nye aktører til å etablere seg. Dersom vi ser på lønnsomheten til norske

⁵⁰ Fjord Seafood, Årsrapport 2004

⁵¹ Intrafish, www.intrafish.no

lakseoppdrettsselskaper, kunne vi i 2004 se at de minste selskapene var dem som hadde størst resultat relativt til omsetning og relativt til investert kapital. Det ser derfor ut som at det er en fordel å være liten i oppdrettsbransjen.⁵²

Fra overnevnte argumenter kunne en konkludert med at faren for nye inntrengere i laksenæringen er stor. Men vi vet at for å starte oppdrett i Norge eller i andre land der oppdrett er gunstig må en ha konsesjon fra myndighetene. Utstedelsen av konsesjoner er svært begrenset både i Norge og andre land. Derfor må en ny aktør som ønsker å etablere seg i bransjen kjøpe en konsesjon av en eksisterende aktør. Konsesjoner verdsettes høyt, særlig i tider der bransjen går godt. Dersom en konkurrent kjøper en konsesjon av en annen konkurrent vil dette heller ikke øke mengden laks som blir tilbudt i markedet, og dermed ikke endre konkurransen. Den lange produksjonstiden i lakseoppdrettsnæringen gjør samtidig nyinvesteringer mer risikofylte, og dermed mindre attraktive.

Dermed blir konklusjonen at trusselen knyttet til potensielle nykommere er veldig svak. Det er rett og slett begrensede muligheter til å starte mer lakseproduksjon i verden. I tillegg krever oppdrett store investeringer i merder, båter og anlegg. Lønnsomheten til disse investeringene er usikker grunnet den lange tidshorizonten. Det er mer sannsynlig at de eksisterende aktører som sitter på den nødvendige kompetansen utvider sin kapasitet, der det eventuelt er mulig å få flere konsesjoner.

Substitutter

Dersom det finnes andre bransjer som produserer liknende produkter (substitutter), som kan tilfredsstille de samme behov hos kunden som det bransjens produkter selv gjør, sier vi at kraften til substitutter utgjør en trussel.

Når man skal analysere substitutter kan man gjøre dette på flere nivåer. Det første nivået er å se på andre laksearter enn den atlantiske laksearten. Atlantisk laks går for å ha den høyeste kvaliteten. Den utkonkurrerer sine konkurrenter enten på kvalitet, eller på produksjonskostnader og veksthastighet. Det neste nivået vi kan se på, er å se om andre fiskearter kan erstatte laksen. En viktig årsak til at vi spiser fisk er at denne inneholder mange viktige næringsstoffer, kanskje først og fremst Omega-3. Men dette gjelder også de

⁵² Kontali Analyse, The Salmon Farming Industry in Norway 2005

fleste andre fete fiskearter i ulik grad. Det som skiller laksen fra enkelte av de andre fiskeartene, er den delikate røde fargen, og den gode smaken. Det er derfor ikke nødvendig å anse noen av disse som en direkte trussel mot laksen.

Det siste nivået vi kan se på, er å se om noen andre matvarer kan erstatte behovet for fisk. Vi kan da sammenligne fiskeprodukter, med kjøttprodukter fra fugl, og stor- og småfe. Det vil alltid være et ønske om variasjon i det man spiser. Derfor vil det alltid være en etterspørsel etter alle disse produktene. Fisk og fugl blir oftest regnet som sunnere produkter enn kjøtt fra stor- og småfe. I den senere tid har frykt for sykdommer i disse produktene påvirket etterspørselen dem imellom. Konklusjonen er at normalt sett vil kraften til laksens substitutter være svak eller moderat. I disse tider der frykten for spredning av sykdommer i substitutter er stor, er kraften knyttet til substitutter spesielt svak.

Konklusjon eksternanalyse

Eksternanalysen har kastet lys over hvilke muligheter en aktør i oppdrettsbransjen har til å skape profitt. I grove trekk har vi sett at truslene mot lønnsomheten i bransjen er svært avhengig av etterspørselen. Etterspørselen i oppdrettsbransjen er syklisk. I 2006 er oppdrettsnæringen inne i en periode der etterspørselen presser lakseprisen og profitten til oppdrettsnæringen til rekordhøye nivåer. Dette skyldes i hovedsak at den interne rivaliseringen og kundenes forhandlingsmakt er liten i slike perioder. Samtidig opplever bransjen nå at priskonkurranse mellom deres viktigste leverandører, reduserer fôrkostnadene. Substitutter utgjør en mindre trussel enn normalt, grunnet frykt for fugleinfluensaen. Dermed ser det ut som at lakseoppdretterne i hvert fall på kort sikt vil skape en eventyrlig superprofitt.

I en syklisk bransje, vil lønnsomheten etter en god periode falle tilbake. Dette har vi sett før i laksenæringen. Etter gode år i 2000 og 2001 falt lønnsomheten kraftig de neste årene. Grunnet reduserte kostnader i oppdrettsbransjen og erfaring fra tidligere nedgangstider, kan vi anta at neste nedgangstid ikke kommer til å bli like katastrofal som den forrige. Konsolideringen i bransjen har medført at de enkelte aktørene er blitt større, og dermed i større grad kan styre den totale produksjonsmengden, slik at prisen ikke faller like mye som tidligere. Samtidig er tilbudsveksten begrenset grunnet begrensninger i gode oppdrettslokasjoner.

I en slik nedgangstid vil den interne rivaliseringen og kundenes forhandlingsmakt være sterke krefter som reduserer lønnsomheten i bransjen. Samtidig kan vi vente oss at fôrleverandørenes forhandlingsmakt vil øke. Om to til tre år (produksjonstiden for laks) kan vi forvente at oppgangstidene i oppdrettsbransjen avtar, og superprofitten i bransjen vil trues.

Internanalyse⁵³

Den andre del av SWOT analysen tar for seg de interne forhold i bedriften. En ønsker her å kartlegge om bedriften har ressurser som bidrar til at den kan oppnå konkurransefortrinn nå og i fremtiden (varig), og dermed være i stand til å oppnå superprofitt i forhold til deres konkurrenter. Utgangspunktet for denne analysen er altså bedriftens strategiske ressurser. Ressurser er beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens evne til å iverksette produktmarkedsstrategier. Ressurser kan være immaterielle, fysiske eller finansielle.

Det første steget i internanalysen vil være å identifisere bedriftens strategiske ressurser i alle ledd i verdikjeden. Det andre steget er å undersøke om de identifiserte ressurser danner grunnlag for varig konkurransefortrinn for selskapet gjennom en SVIMA analyse. I SVIMA analysen undersøker vi om den enkelte ressurs har egenskaper som gjør at den danner grunnlag for varig konkurransefortrinn. Disse egenskapene er sjeldenhet, viktighet, imiterbarhet, mobiliserbarhet og approprierbarhet.

En ressurs er sjelden dersom det er ingen eller få andre aktører i markedet som også har den. Den er viktig dersom den har stor betydning for bedriftens inntjeningsevne. For å kunne skape et fortrinn for selskapet må ressursen også være vanskelig å imitere for andre selskaper. Mobiliserbarhet er evnen selskapet har til å konvertere ressursene til økonomiske verdier. Dersom disse verdiene tilfaller selskapet selv, er ressursen også approprierbar. En ressurs som innehar alle disse egenskapene danner grunnlag for et varig konkurransefortrinn, med andre ord en mulighet til å generere superprofitt over tid.

En god internanalyse krever intern informasjon fra selskapet man analyserer. Slik informasjon er ofte vanskelig å få tak i da selskapet gjerne vil beskytte sine forretningshemmeligheter. Denne oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, noe som kan medføre at den interne analysen ikke er fullgod.

Internanalyse av Pan Fish (slik det var før oppkjøpene i mars 2006)

Produksjonslokalteter og oppdrettsklynger

Noen lokaliteter som brukes i opprettsnæringen egner seg bedre enn andre. Eksempelvis når det gjelder settefiskproduksjon, er det særdeles viktig med rikelig med tilgang på ferskvann. Oppdrettsanleggene i saltvann bør plasseres på lokasjoner med riktige lys og temperaturforhold i vannet. Videre er det viktig at det ikke er for mye strømmer i vannet. Norske og Chilenske fjorder egner seg ypperlig for oppdrett. Pan Fish har plassert sine oppdrettsanlegg på gunstige lokasjoner, men det er ingenting som tyder på at disse isolert sett skaper noen fordel overfor deres konkurrenter som produserer på tilsvarende gunstige lokasjoner.

Det kan imidlertid skapes konkurransefortrinn dersom en samler flere oppdrettslokasjoner innenfor et mindre geografisk område, der en også har et slakteri og settefiskanlegg, og danner en oppdrettsklynge. Pan Fish mener selv, at de etter oppkjøpet av AquaFarms har skapt en av verdens mest effektive klynger innefor oppdrett av atlantisk laks. Med sine 57 konsesjoner samlet rundt et nylig ferdigstilt slakteri, som de selv omtaler som verdens mest moderne lakseslakteri, kan de ha skaffet seg et konkurransefortrinn overfor flere av sine konkurrenter. Oppdrettsklyngen vil skape approprierbar og mobilisert verdi for Pan Fish gjennom stordriftsfordeler og effektiv drift. Om denne er så effektiv at vi kan kalle den en av de mest effektive i verden, vil tiden vise. Foreløpig kan man anta at denne klyngen vil bidra til reduserte kostnader, og dermed økt profitt for Pan Fish.⁵⁴

Vertikal integrasjon

Et selskap integrerer seg vertikalt dersom det går inn i bransjen som deres kunder (oppstrømsintegrasjon) eller leverandører (nedstrømsintegrasjon) opererer i. For et oppdrettsselskap innebærer dette å starte egen produksjon av innsatsfaktorene det trenger selv, eksempelvis rogn og fôr, eller å etablere seg i kundens bransje, det vil si bli matvarekjede, cateringkjede eller videreforedler.

⁵³ Jakobsen og Lien, 2001

⁵⁴ Pan Fish, Pressemelding 10.10.2005

Pan Fish har det siste året valgt å ta eierskap over blant annet videreforedlingselskapet Kritsen i Frankrike. Som begrunnelse for dette oppkjøpet opplyser Pan Fish at de ønsker å følge fisken videre ut mot markedet. Samtidig oppnår Pan Fish en diversifiseringseffekt gjennom dette. Videreforedlingselskaper kjøper laks på lik linje og til samme pris som matvarekjedene. Etter videreforedling, som eksempelvis kan være røyking, marinering eller porsjonspakking, selger disse selskapene laksen videre, til matvare- eller restaurant -kjeder. Prisen de oppnår på de videreforedlede produktene i dette markedet er mer stabil enn lakseprisen. Dermed oppnår Pan Fish at prisen på det endelige produktet de produserer er mer stabil, og dermed risikoen mindre. Dersom lakseprisen er relativt lav, vil videreforedlingselskapene kunne kjøpe inn til lave priser og selge til normal pris, og dermed skape relativt stor profitt, mens oppdrettsselskapene som da må selge sitt produkt til relativt lave priser, skaper dårlig profitt. Når lakseprisen er høy, vil videreforedlingselskapene måtte betale relativt mye for sine innsatsfaktorer, og skape dårlig profitt, mens profitten i oppdrettsbransjen er høy.

Pan Fish' store konkurrenter er integrert i ulik grad. Pan Fish økte sin diversifisering gjennom kjøpet av Kritsen Holding i begynnelsen av 2006. Dette kan ha redusert eventuelle konkurranseulemper Pan Fish har hatt overfor andre aktører som har vært integrert i større grad.

Nærhet til markeder

Det er en fordel for oppdrettsselskapene å ha så nær beliggenhet til markedene som mulig. Ved kort avstand til markedet er produktet ferskere når det selges til sluttbruker. Samtidig betyr kort avstand til markedet lavere fraktkostnader. Dette innebærer at de forskjellige produksjonslandene ikke konkurrerer direkte med hverandre i alle markeder.

Lakseoppdrettere i Norge har et konkurransefortrinn overfor sine konkurrenter i Chile, når det gjelder handel med Russland og EU. Når det gjelder EU har imidlertid skotske oppdrettere en fordel over norske. Chilenerne og canadierne har på sin side store fordeler når det gjelder handel med det amerikanske markedet. Russland er det hurtigst voksende markedet både relativt og absolutt sett. Derfor konkluderer jeg at oppdrettere med stor del av sin virksomhet i Norge, deriblant Pan Fish, har et konkurransefortrinn. Dette fortrinnet er av varig karakter, det er ikke-imiterbart, og vil skape verdi for norske oppdrettere. Pan Fish har vært spesielt heldig, siden de sammen med Marine Harvest, var det første selskapet som fikk

lov å selge fersk laks til Russland etter importforbudet vinteren 2006. De fikk dermed en unik mulighet til å kapre markedsandeler i Russland.

Ledig kapasitet

Jeg har tidligere nevnt at Pan Fish har betydelig ledig kapasitet i sine oppdrettsanlegg. I 2005 slaktet Pan Fish 47800 tonn laks rund vekt. De uttaler at det planlagte slaktevolumet for 2008, 108000 tonn rund vekt, reflekterer kapasiteten som ligger i konsernet. Dette innebærer mer enn dobling av slaktevolumet for 2005. Denne ledige kapasiteten kan vise seg å være en stor fordel dersom etterspørselen etter laks skal fortsette med den økningen vi har sett den siste tiden. Verken Cermaq, Fjord Seafood eller Lerøy Seafood opplyser at de har tilsvarende ledig kapasitet i sine anlegg. Pan Fish sitter her på en sjelden ressurs. Etter hvert som den blir utnyttet vil den skape verdier for Pan Fish. Man kan si at dette er et potensielt konkurransefortrinn for Pan Fish.

Langsiktige forhold til kunder og leverandører

Pan Fish har kommunisert at de bare opererer med langsiktige forhold til sine respektive kunder og leverandører. Fordelen med dette er at man reduserer usikkerheten knyttet til salgsmengde og tilgang på fôr, samtidig som man kan utveksle kunnskap med kundene og leverandørene. Dermed får Pan Fish større innsikt i hva kunden legger vekt på, og er i større grad rustet til å tilfredsstille kundens behov. Fornøyde kunder er alltid verdifullt for Pan Fish. Videre kan informasjonsdeling med fôrprodusenten gi Pan Fish kunnskaper som kan hjelpe dem å optimalisere fôringsprosessen, og dermed spare kostnader. Pan Fish opplyser også at en fjerdedel av fisken de selger, selges basert på langsiktige prisavtaler inngått med kundene.⁵⁵ Dette kan vise seg å skape superprofitt i perioder med fallende priser, men dersom lakseprisene uventet stiger mye, slik de eksempelvis gjorde våren 2006, vil dette vise seg å være en svakhet og konkurranseulempe for Pan Fish.

Kostnadsfordeler

Pan Fish har gitt klart uttrykk for at de ønsker å bli kostnadsleder innen oppdrettsnæringen. Det er åpenbart at en slik posisjon vil gi et konkurransefortrinn overfor konkurrentene. Pan Fish melder ved presentasjon av resultatet fra første kvartal 2006 at de produserte laks med

⁵⁵ Pan Fish, Presentasjon av 1Q 2006

en gjennomsnittskostnad i underkant av 20 kroner kiloen. Dette er under gjennomsnittet blant norske oppdrettere som ligger på rundt 22 kroner kiloen, men likevel ikke best i klassen. Oppdretterne i Chile har de laveste enhetskostnadene i bransjen, her ligger gjennomsnittet på rundt 18 kroner kiloen. Trenden i Norge generelt er lavere kostnader per kilo ferdig vare. De norske oppdretterne kutter forspranget til chilenerne.

Kostnadsredueringen i Pan Fish ser imidlertid ikke ut til å gå helt etter planen. De presenterte produksjonskostnadene for Q1 2006 var høyere enn forventet.⁵⁶ Forøvrig meldte Pan Fish ved presentasjon av fjerde kvartal 2005 at deres gjennomsnittlige produksjonskostnad på oppdrettslaks hadde vært ca 18 kroner kiloen i 2005. Beregninger jeg selv har foretatt viser at for å få denne gjennomsnittlige produksjonskostnaden må Pan Fish ha inkludert en stor engangspost (reversering av nedskrivinger) i beregningen. Uten denne engangsposten ville gjennomsnittskostnaden ha vært på 22 kroner. Målsettingen er å redusere kostnadene per kilo til under 16 kroner i løpet av 2007/2008.⁵⁷

Pan Fish har altså ikke noen kostnadsfordel overfor sine konkurrenter foreløpig, men har som klar strategi å oppnå dette. Per i dag er det oppdretterne i Chile som har et konkurransefortrinn i lave kostnader.⁵⁸

Underskudd til fremføring

I regnskapsårene fra 2001 til 2004 gikk Pan Fish med store underskudd. Dette har medført at Pan Fish i dag har store underskudd til fremføring, som vil gi skattereduserende effekter ved fremtidige overskudd. Disse skattefordelene er knyttet til de enkelte selskapene i konsernet, og ikke til konsernet som helhet, siden det er de enkelte selskapene som er skattepliktige enheter. Underskuddene til fremføringen var ved utgangen av 2005 på nærmere 3 milliarder. I balanseoppstillingen kan Pan Fish ASA allikevel ikke balanseføre verdien av disse underskuddene til fremføring til sin fulle verdi (28 prosent), fordi det er usikkerhet knyttet til i hvilken grad de vil kunne utnytte disse fordelene i fremtiden. Men ved overskudd i fremtiden vil Pan Fish vil få reduserte skattekostnader. Den vil allikevel ikke bli redusert helt

⁵⁶ Finansavisen 1.6.2006

⁵⁷ Pan Fish, Årsrapport 2005

⁵⁸ Pan Fish, Prospekt 23.3.2006

til null, blant annet fordi fordelene er knyttet til den enkelte skatteenhet. For 2005 har jeg beregnet at den driftsrelaterte skattesatsen for konsernet som helhet var 7 prosent.⁵⁹

Pan Fish er ikke alene om å ha denne skattefordelen i oppdrettsbransjen, da flere andre aktører også har underskudd til fremføring. Det er derimot ingen av de selskapene jeg har undersøkt som har like store fremføringsmuligheter som Pan Fish.

Konklusjon strategisk analyse

Gjennom analysen av bransjens makroomgivelser fant jeg at laksenæringen er underlagt en rekke rammebetingelser. Ingen får drive oppdrett uten konsesjon, noe som medfører at oppdretterne må følge strenge krav til sikkerhet, miljø og sykdomskontroller, og at vekstmulighetene til bransjen er begrenset. I Norge får ikke et selskap lov til å eie mer enn 25 prosent av konsesjonene, noe som også begrenser det enkelte selskaps mulighet til å vokse. Lakseoppdrettere her i landet står overfor ulike handelsbarrierer i handel med EU og Russland. I alle markeder blir lakseprisen bestemt av tilbud og etterspørsel, noe som medfører at en utfordring for hele næringen er å begrense produksjonsveksten, slik at den går i takt med etterspørselsveksten, for å oppnå stabilt høye laksepriser. Oppdrettsnæringen har tradisjonelt sett vært en syklisk næring, noe som innebærer store fluktasjoner i etterspørselen på mellomlang sikt (tre år). På lengre sikt har vi imidlertid sett en gradvis økning i etterspørselen. Denne langsiktige trenden forventes å vedvare, særlig fordi laks er ansett som en sunnere proteinkilde enn konkurrerende kjøttprodukter. På kort sikt vil lakseetterspørselen, og dermed prisen, være unormalt høy, blant annet grunnet frykten for fugleinfluensa i konkurrerende substitutter, og forholdsvis lite fisk i merdene. Etterspørselsforholdet mellom ulike lakseprodukter er i endring. Etterspørselen etter fersk og videreforedlet laks øker på bekostning av hel, uforedlet laks.

Den eksterne analysen kastet lys over bransjens muligheter til å oppnå superprofitt. Jeg fant at laksenæringen er i oppgangsfasen i sykkelen, og på kort sikt vil kunne skape stor superprofitt grunnet høye laksepriser. I slike perioder er trusler mot lønnsomheten fra intern konkurranse og kunder sterkt redusert. På mellomlang sikt, kan bransjen oppleve at oppgangstidene avtar, grunnet vekst i tilbudssiden. Da vil truslene mot bransjens muligheter

⁵⁹ Pan Fish, Årsrapport 2005

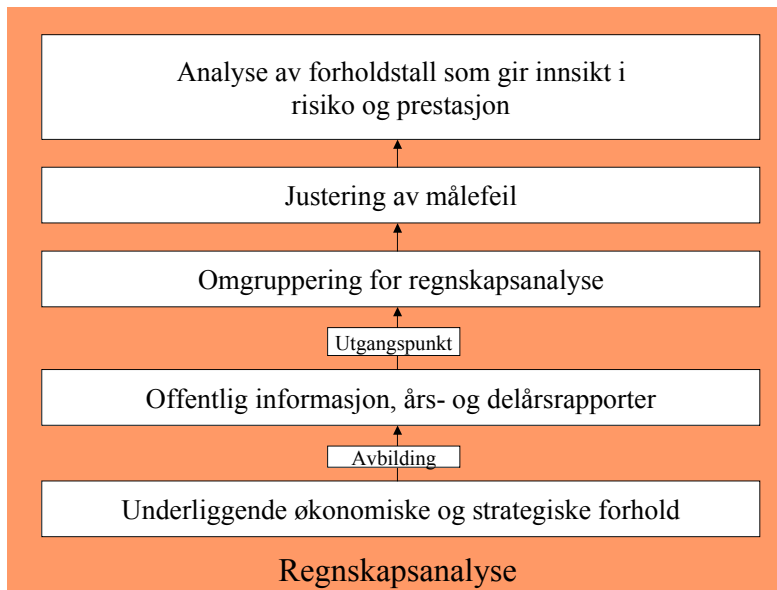
til å skape meravkastning være sterkere, og driftsmarginene vil bli drevet ned. I tillegg til gunstige laksepriser står bransjen på kort sikt også overfor lave priser på deres viktige innsatsfaktor, fôr. Denne prisen er forventet å stige på lengre sikt, og vil redusere driftsmarginene ytterligere.

I internanalysen fant jeg at Pan Fish, sammen med andre selskaper som har mye av sin oppdrettsvirksomhet i Norge, har fordel av nærheten til det hurtigst voksende markedet Russland. Pan Fish har samlet sine oppdrettsanlegg i en effektiv oppdrettsklynge, som er ventet å gi Pan Fish kostnadsbesparelser knyttet til effektiv utnyttelse. Samtidig har Pan Fish ulikt sine konkurrenter mye ledig kapasitet i anleggene som gjør dem i stand til å øke produksjonen uten å foreta nye investeringer. Fremføring av tidligere underskudd vil gi Pan Fish reduserte skattekostnader i lønnsomme tider. Pan Fish har foreløpige konkurranseulempene overfor mange av sine konkurrenter fordi deres produksjonskostnad fremdeles er relativt høy, og fordi de har bundet prisen til en del av sine kunder, slik at de ikke oppnår optimal profitt av dagens høye laksepriser. Pan Fish har imidlertid uttrykt at deres viktigste strategiske mål er å bli kostnadsleder. Dersom de oppnår dette, vil de ha en unik posisjon i bransjen, og skape superprofitt.

5.1.2 Regnskapsanalyse⁶⁰

Neste steg i rammeverket for fundamental verdsettelse er regnskapsanalysen. Gjennom denne kan man kartlegge Pan Fish' historiske underliggende økonomiske forhold. Figur 5.1.2.1 viser rammeverket jeg vil benytte for regnskapsanalysen.

⁶⁰ Knivsflå, BUS424



Figur 5.1.2.1: Rammeverk for Regnskapsanalyse

Utgangspunkt

Før man kan ta fatt på regnskapsanalyse må man ta noen valg. Det første valget er valg av analysehorisont, hvor selskapets stabilitet er avgjørende faktor. Pan Fish har presentert årsrapporter helt tilbake til 1998 på sin hjemmeside (www.panfish.com). Regnskapstallene fra årene før 2001 er imidlertid ikke sammenlignbare med dagens regnskapstall grunnet endringer i konsernstruktur, og særlig utskillingen av selskapene Pan Marine ASA og Pan Pelagic ASA som ble foretatt i 2001. Selv om Pan Fish også har gjennomgått oppkjøp og salg etter dette, velger jeg å basere regnskapsanalysen på årsrapporter fra 2001 til 2005.

Et annet valg man må gjøre, er valg av sammenligningsgrunnlag for analysen. I tillegg til å sammenligne forholdstall med tidligere år (tidsserieanalyse), kan man sammenligne med andre komparative selskaper (bransjeanalyse). Jeg har valgt å sammenligne Pan Fish med de andre oppdrettsselskapene som er notert på Oslo Børs. Denne gruppen består av selskapene Fjord Seafood, Cermaq og Lerøy Seafood. Deres årsrapporter fra 2001 til 2005 har vært kilde for regnskapsanalysen. Da årsrapportene for 2005 ikke var tilgjengelige for Lerøy og Cermaq på tidspunktet analysen ble foretatt, ble foreløpige regnskapstall for 2005 hentet fra delårsrapporten for fjerde kvartal.

Omgruppering for analyse

Omgrupperingsprosessen

Omgruppering av regnskapet er å skreddersy oppstillingen av regnskapstallene til det formålet de skal anvendes til. Den oppstillingen regnskapstallene har i årsrapporten (i tråd med god norsk regnskapsskikk (N-GAAP)), egner seg best for kreditororientert analyse. I denne oppstillingen er eiendelene i balansen gruppert etter grad av likviditet, og gjelden er gruppert etter tid til forfall. I resultatoppstillingen fokuseres det på om årsresultatet er stort nok til å dekke finansielle kostnader. Pan Fish' regnskapstall, slik de er presentert i årsrapportene, er vedlagt i appendiks A.

Ved verdsetting av et selskap skal selskapet analyseres fra investorenes perspektiv. Et slikt perspektiv krever en oppstilling med fokus på normalisert verdiskapning og utdeling av verdier til eierne, og som forklarer kildene til verdiskapningen. Jeg må derfor omgruppere de rapporterte regnskapstallene for investororientert analyse. Denne omgrupperingen foretas gjennom fire steg.

Steg 1:

Det første steget innebærer å gruppere avsatt utbytte som egenkapital istedenfor kortsiktig gjeld. Dette fordi avsatt utbytte ikke er noen gjeld fra eiernes synspunkt, siden utbyttet tilfaller dem selv.

Steg 2:

Det neste steget er å kartlegge såkalt dirty surplus, som er kostnader eller inntekter som er ført direkte mot egenkapitalen, istedenfor å bli ført mot resultatregnskapet. Dette kan eksempelvis være tap ved salg av egne aksjer, eller valutadifferanser ved omregning av utenlandske datterselskapet til norsk valuta ved konsolidering. Dirty surplus må inngå som et unormalt resultatелеment i resultatregnskapet, slik at vi får frem det fullstendige årsresultatet til selskapet.

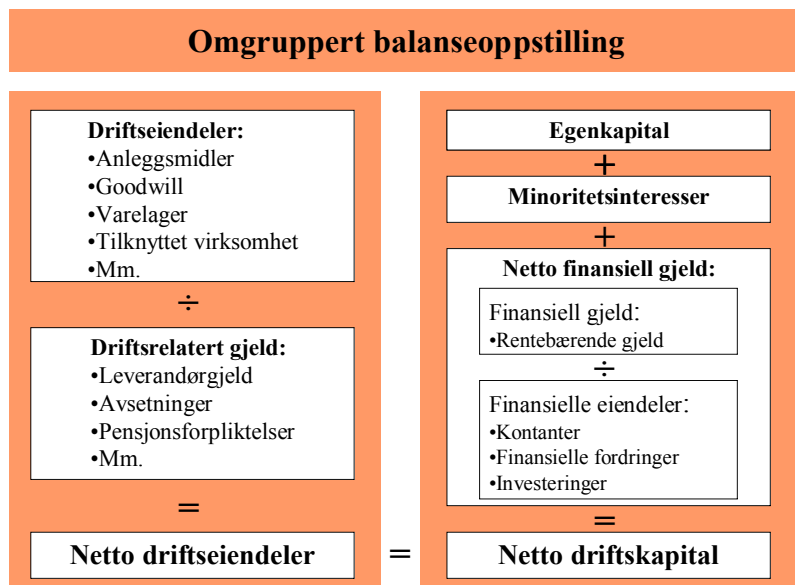
Steg 3:

I steg 3 separerer man alle unormale resultatposter fra de normale resultatpostene, for å få frem det normaliserte resultatet for selskapet. En normal post er en post som er ventet å komme tilbake periode etter periode, eksempelvis vanlige salgsinntekter eller lønnskostnader. Dette er poster som er relevante for fremtiden, siden disse er relativt

konstante. Unormale poster er få- eller engangposter, som bare har innvirkning på en eller få perioder, og som dermed ikke er relevante for fremtiden. Eksempel på slike poster er gevinst ved salg av aksjer eller varige driftsmidler, nedskrivinger, eller dirty surplus. I dette steget skiller man også skattekostnaden knyttet til unormale poster fra skattekostnaden knyttet til normale poster.

Steg 4:

Siste steg i omgrupperingen innebærer at poster som er knyttet til drift og poster som er knyttet til finansiering blir gruppert hver for seg, slik at det kommer klart frem hvor mye driften koster av seg, og hvor mye finansieringen koster for selskapet. Denne grupperingen gjøres både i balansen og resultatregnskapet, og krever at vi også beregner skattekostnaden knyttet til gruppene hver for seg. Balansen grupperes etter netto driftskapital (NDK) metoden. Denne grupperingen, som er vist i figur 5.1.2.2, får frem hvor mye kapital som er investert i driften. Høyresiden i balansen, netto driftskapital, består av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld, som er finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Venstresiden av balansen, netto driftseiendeler (NDE), er driftsrelaterte eiendeler fratrukket



Figur 5.1.2.2: Balanseoppstilling etter netto driftskapital metoden⁶¹

⁶¹ Knivsflå, BUS424

Omgruppert finansregnskap for Pan Fish konsernet

Omgruppert Resultatregnskap Pan Fish Konsernet					
	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter	3 579 790	3 495 422	3 013 709	2 056 800	1 858 455
- Driftskostnader	3 585 611	4 127 681	3 397 775	2 047 493	1 653 212
= Driftsresultat egen virksomhet	-5 821	-632 259	-384 066	9 307	205 243
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-1 630	-177 033	-107 538	2 606	57 468
= Netto driftsresultat egen virksomhet	-4 191	-455 226	-276 528	6 701	147 775
+ Netto resultat i tilknyttede virksomheter	-7 654	-265 607	-8 822	1 812	1 367
= Netto driftsresultat	-11 845	-720 833	-285 350	8 513	149 142
+ Netto finansinntekt	24 446	19 409	46 383	45 328	50 332
= Netto resultat til sysselsatt kapital	12 601	-701 424	-238 966	53 841	199 474
- Netto finanskostnad	250 330	335 130	218 026	131 035	118 023
- Netto minoritetsresultat	12 980	-64 065	-6 720	-16 102	-4 999
= Netto resultat til egenkapitalen	-250 709	-972 489	-450 272	-61 092	86 450
+ Unormalt netto driftsresultat	-12 290	-1 336 248	-1 706 913	-158 718	265 333
+ Unormalt netto finansresultat	227 500	16 573	-156 302	-7 170	10 629
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-35 499	-2 292 164	-2 313 487	-226 979	362 413
- Netto utbetalt utbytte	-47 581	-427 265	-2 973 829	-769 907	-997 161
= Endring i EK	12 082	-1 864 899	660 342	542 928	1 359 574

Figur 5.1.2.2: Omgruppert resultatregnskap Pan Fish konsernet 2001 – 2005

Omgruppert balanse per 31.12 - Netto driftskapitalmetoden						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsrelaterte anleggsmidler	3 536 408	5 307 597	3 463 662	1 999 081	1 725 520	2 378 467
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	179 092	199 222	0	0	2 023	13 138
= Netto anleggsmidler	3 357 316	5 108 375	3 463 662	1 999 081	1 723 497	2 365 329
Driftsrelaterte omløpsmidler	2 395 716	2 906 431	1 919 491	1 265 725	1 111 156	1 487 835
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	830 893	954 803	1 011 652	676 392	398 866	488 191
= Driftsrelatert arbeidskapital	1 564 823	1 951 628	907 839	589 333	712 290	999 644
= Netto driftseiendeler, NDE	4 922 139	7 060 003	4 371 501	2 588 414	2 435 787	3 364 973
Egenkapital, EK	993 698	1 005 780	-859 119	-198 777	344 151	1 703 725
Minoritetsinteresser, MI	113 577	163 518	49 139	35 402	22 759	14 601
Langsiktig finansiell gjeld	3 623 824	4 549 037	4 147 309	2 632 869	2 258 486	1 617 741
- Finansielle Anleggsmidler	30 900	36 119	136 800	34 026	57 933	3 817
= Langsiktig netto finansiell gjeld	3 592 924	4 512 918	4 010 509	2 598 843	2 200 553	1 613 924
Kortsiktig finansiell gjeld	406 301	1 461 339	1 231 560	289 528	36 051	185 424
- Finansielle omløpsmidler	184 363	83 552	65 169	136 582	167 726	152 700
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	221 938	1 377 787	1 166 391	152 946	-131 675	32 724
= Netto finansiell gjeld, NFG	3 814 862	5 890 705	5 176 900	2 751 789	2 068 878	1 646 648
= Netto driftskapital, NDK	4 922 137	7 060 003	4 366 920	2 588 414	2 435 788	3 364 974

Figur 5.1.2.3: Omgruppert balanse per 31.12 for Pan Fish konsernet 2000 - 2005.

Omgrupperte regnskapstall for Fjord Seafood, Cermaq, og Lerøy Seafood er tilgjengelige i appendiks B, C, og D.

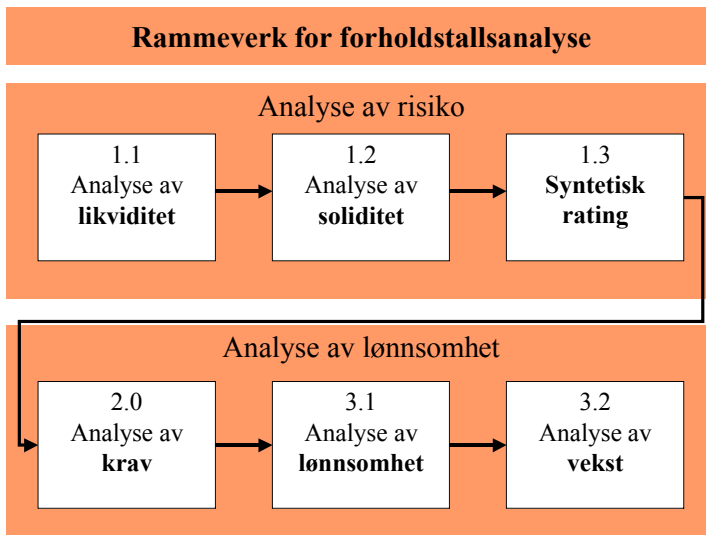
Justering av målefeil

Det er de virkelige underliggende økonomiske forholdene i selskapet man ønsker å analysere i regnskapsanalysen. De rapporterte finansregnskapstall gir sjeldent et helt nøyaktig bilde av disse. En forklaring er at tallene i finansregnskapen er utarbeidet i tråd med regnskapsregler og standarder som ikke nødvendigvis krever at verdiene som blir presentert i finansregnskapene gjenspeiler de virkelige verdiene som finnes i selskapet. Et eksempel er adgangen til å avskrive varige driftsmidler lineært over levetiden. Dette gir sjeldent riktig periodisering av kostnaden ved å bruke driftsmiddelet, og virkelig verdi av driftsmiddelet i balansen. En annen forklaring er at det ofte kan være umulig å gi et nøyaktig anslag på verdien av en eiendel. Et eksempel er verdien av biomassen som finnes i merdene til lakseoppdrettsselskapene. En siste forklaring er at enkelte selskaper selv manipulerer regnskapstallene slik at disse ikke gir et riktig økonomisk bilde av virksomheten (kreativ regnskapsføring). Forskjellen mellom rapporterte verdier i finansregnskapet og den virkelige underliggende verdien kalles målefeil.

Man bør ved enhver anvendelse av finansregnskapstall til analyse og verdsetting, diskutere om man bør justere regnskapet for slike målefeil. Et argument for å justere de rapporterte tallene, er at enhver godt fundert justering vil være med å redusere målefeilene, og dermed gi et mer korrekt bilde av virksomheten i regnskapsanalysen. Argumentene mot justering er at enkelte målefeil visker hverandre ut, slik at dersom man først ønsker å justere en målefeil, må man justere alle, noe som for alle praktiske formål er umulig. Dessuten kan det argumenteres for at verdsetting basert på budsjetterte regnskapstall, i liten grad er avhengig av målefeil i historiske regnskapstall. Generelt kan ofte kostnaden ved justering være større enn nytten, samtidig som justering kan føre til at man tilføyer mer støy til tallene. Jeg har derfor valgt å ikke justere de omgrupperte regnskapstallene for Pan Fish konsernet, og den sammenlignbare bransjen.

Analyse av forholdstall

Et forholdstall er et relativt forhold mellom to regnskapstall. Jeg vil anvende slike forholdstall for å få innsikt i underliggende risiko og lønnsomhet i Pan Fish konsernet. Regnskapsanalysen er følgelig todelt. Rammeverket i figur 5.1.2.4 skisserer hvordan jeg vil gå frem i forholdstallsanalysen.

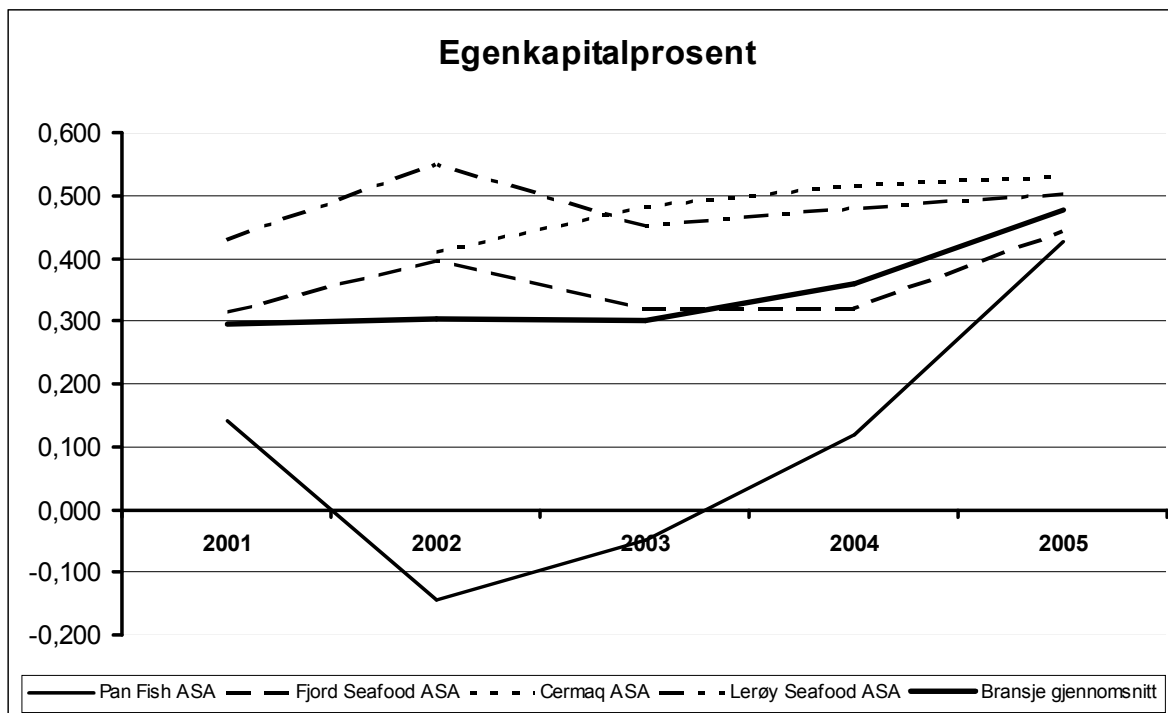


Figur 5.1.2.4: Rammeverk for forholdstallsanalyse

Etter å ha foretatt en fullstendig regnskapsanalyse av Pan Fish og bransjen, fant jeg at denne analysen i liten grad var relevant for å si noe om Pan Fish i fremtiden. Årsaken er den dårlige økonomiske situasjonen selskapet har vært i de siste årene. Jeg vil derfor nøye meg med å presentere de elementene av regnskapsanalysen som er knyttet til egenkapitalen (mest relevant for verdsettelse); analyse av egenkapitalprosent og egenkapitalrentabilitet, samt analysen av netto driftsrentabilitet.

Analyse av egenkapitalprosent

Analyse av egenkapitalprosent er den viktigste delen av soliditetsanalysen. Denne har som formål å avdekke om selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot tap. Underskudd blir ført mot egenkapitalen. Det er derfor interessant i å vite hvor stor egenkapitalen er, noe vi ofte måler i forhold til den totale kapitalen (egenkapital og gjeld) som er investert i selskapet. Egenkapitalprosenten for Pan Fish og bransjen de siste fem årene er presentert i figur 5.1.2.5.



Figur 5.1.2.5: Egenkapitalprosenten i oppdrettsbransjen 2001 – 2005.

Figuren viser at Pan Fish har hatt en dårlig soliditet i perioden fra 2001 til 2004. Egenkapitalen var negativ i 2002 og 2003. Etter emisjoner og konvertering av gjeld de siste årene har Pan Fish i 2005 endelig en egenkapitalprosent som tilsvarer medianen på Oslo Børs, som er på 43 prosent. Pan Fish uttrykker selv at de ønsker en egenkapitalprosent i selskapet på over 30 prosent, for å kunne stå imot de svingninger som finner sted i oppdrettsbransjen. De øvrige børsnoterte oppdrettselskapene har i slutten av 2005 en marginalt mer solid finansiering enn Pan Fish.

Analyse av egenkapitalrentabilitet

Denne analysen er en del av lønnsomhetsanalysen. Egenkapitalrentabiliteten er den rentabiliteten som er relevant for aksjonærene, da den viser avkastning på deres investerte kapital. Rentabilitet beregnes som resultat dividert på investert kapital. I beregningen av egenkapitalrentabiliteten for Pan Fish benytter jeg normalisert nettoresultat til egenkapitalen (NRE), og dividerer dette på gjennomsnittlig egenkapital i regnskapsåret, justert for endringen i kapital i løpet av året.

$$r_{EK} = \frac{NRE}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE) / 2}$$

Egenkapitalrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005	00 - 05
Netto resultat til EK, NRE	-250 709	-972 489	-450 272	-61 092	86 450	
/ Gjennomsnittlig EK	1 125 093	559 575	-303 812	103 233	980 713	
= Egenkapitalrentabilitet	-0,223	-1,738	1,482	-0,592	0,088	-0,196

Den gjennomsnittlige egenkapitalen er negativ i 2003. Dette medfører at egenkapitalrentabiliteten for 2003 ikke gir noen mening, og vil bli sett bort i fra i resten av analysen. Samtidig var egenkapitalen liten i årene 2002 til 2004, jamfør analysen av egenkapitalprosenten. Dette forklarer mye av de svært negative resultatene.

Sammenligning med avkastningskrav

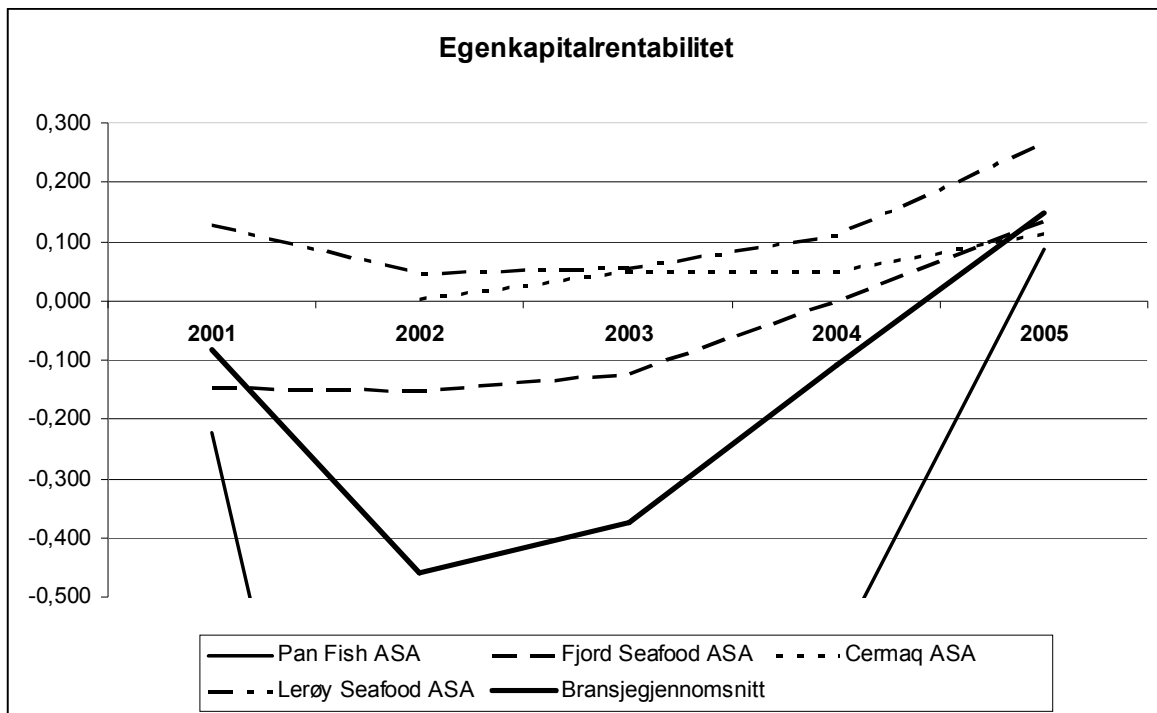
Dersom rentabiliteten til egenkapitalen er større enn avkastningskravet, sier vi at selskapet genererer superrentabilitet, som er svært positivt for aksjonærene. I årene fra 2001 til 2004 er rentabiliteten så negativ, at sammenligning med ethvert fornuftig egenkapitalkrav, vil gi negativ superprofitt. Fremgangsmåten for beregning av egenkapitalkrav vil drøftes grundig i kapittelet om budsjettering av fremtidskrav i 5.1.3. Benytter jeg denne fremgangsmåten får jeg følgende avkastningskrav for 2005.

Egenkapitalkrav - CAPM	2005
Risikofrirente etter skatt	0,015
+ Egenkapitalbeta	1,042
x Risikopremie etter skatt	0,065
= Egenkapitalkrav	0,083

Sammenligning av rentabiliteten i 2005 med dette avkastningskravet viser en liten, men positiv superrentabilitet i 2005.

Sammenligning med bransjen

Figur 5.1.2.6 viser egenkapitalrentabilitet for Pan Fish og den komparative bransjen i analyseperioden.



Figur 5.1.2.6: Egenkapitalrentabilitet i oppdrettsbransjen, 2001 til 2005.

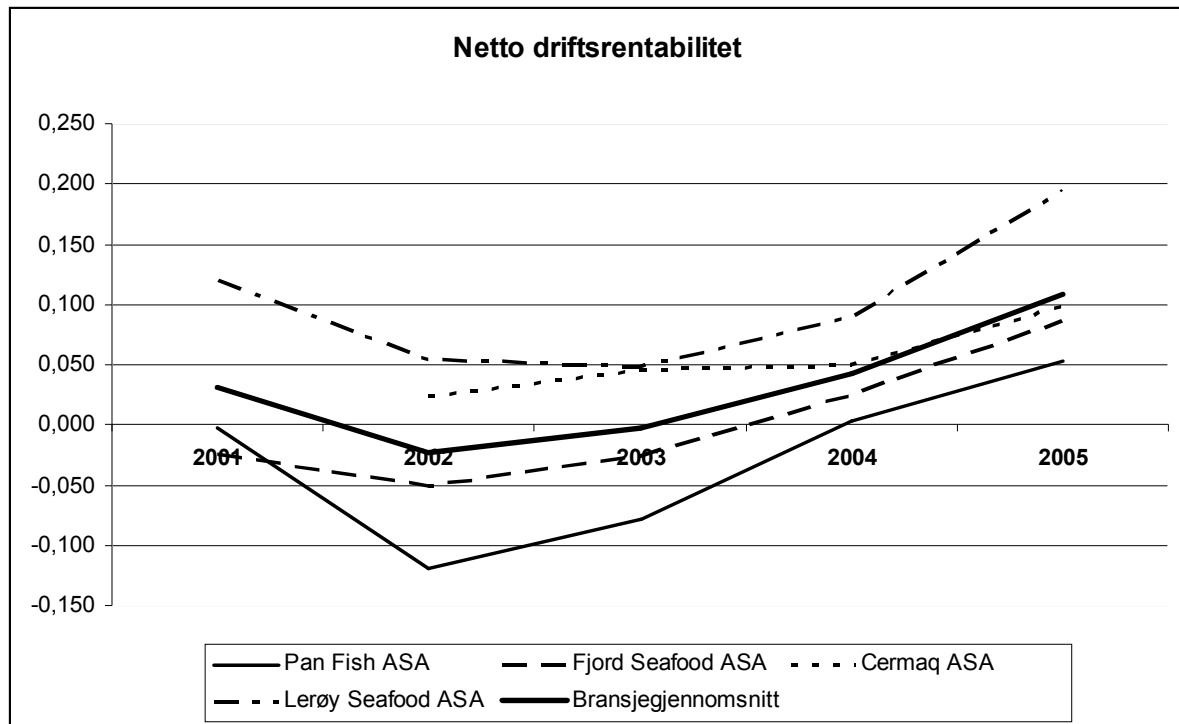
Pan Fish har skapt dårligere rentabilitet enn resten av bransjen i hele analyseperioden. Dette er svært negativt. Jeg merker meg likevel at Pan Fish er det selskapet som har hatt størst forbedring i rentabiliteten det siste året. Jeg vet at de dårlige resultatene skyldes lav egenkapitalprosent, lave laksepriser, og at Pan Fish har vært gjennom en restrukturering med fokus på å bli kostnadsleder. Det kan se ut som om Pan Fish i 2005, med en mer solid finansiering, begynner å se resultater av restrukturering og stigende laksepriser.

Analyse av netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er den prosentvise avkastningen til netto driftseiendeler, beregnet på samme måte som egenkapitalrentabiliteten.

$$r_{NDE} = \frac{\text{Netto driftsresultat (NDR)}}{NDE_{t-1} + (\Delta NDE_t - NDR) / 2}$$

Figur 5.1.2.7 viser netto driftsrentabilitet for Pan Fish og resten av bransjen i analyseperioden.



Figur 5.1.2.7: Netto driftsrentabilitet i oppdrettsbransjen, 2001 til 2005.

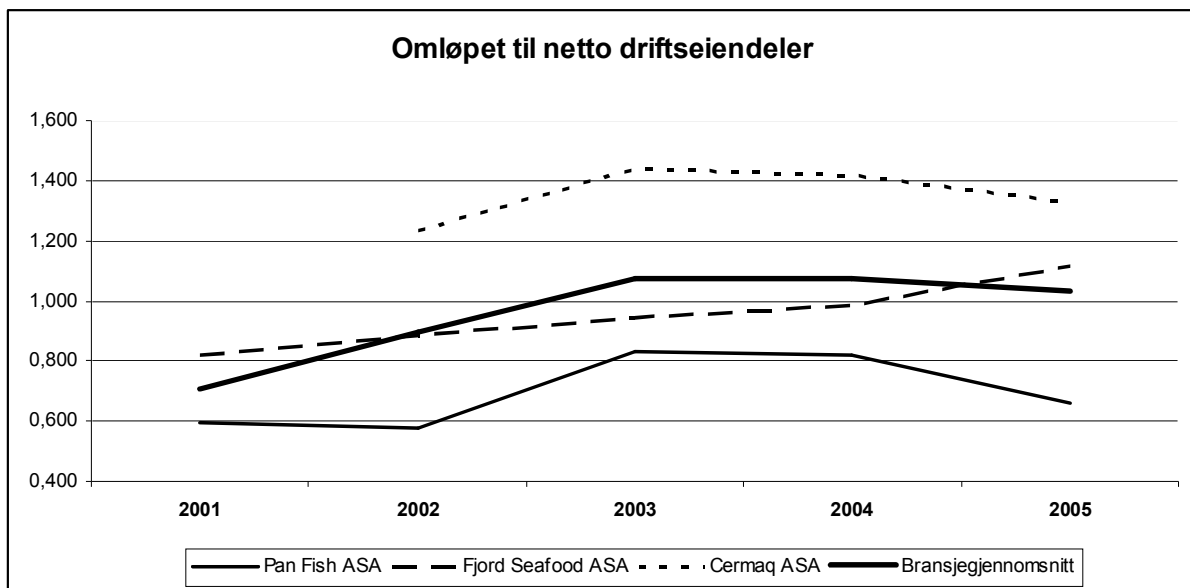
Figuren viser at Pan Fish har hatt den laveste driftsrentabiliteten i bransjen de siste fire årene, men samtidig også har hatt den største forbedringen i denne perioden. Netto driftrentabilitet kan dekomponeres i to komponenter; omløpet til netto driftseiendeler, og netto driftsmargin. Disse er viktige budsjett drivere i utarbeidingen av fremtidsregnskap, og jeg vil derfor også analysere disse.

Dekomponering av ndr	2001	2002	2003	2004	2005	00 - 05
Omløpet til NDE (onde)	0,597	0,575	0,832	0,820	0,658	0,697
* Netto driftsmargin (ndm)	-0,003	-0,206	-0,095	0,004	0,080	-0,044
= Netto driftsrentabilitet	-0,002	-0,119	-0,079	0,003	0,053	-0,029

Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler er driftsinntekter relativt til netto driftseiendeler. Dette forholdet har falt det siste året, noe som er et resultat av at økte netto driftseiendeler (reversering av nedskrivninger) og fallende inntekter. Sammenligner man med bransjen (figur 5.1.2.8) ser man at Pan Fish ikke har vært flinke til å generere inntekter på sine driftseiendeler. Jeg vet fra den strategiske analysen at dette blant annet skyldes lav kapasitetsutnyttelse i oppdrettsanleggene og slakteriene. I figuren er tallene til Lerøy Seafood

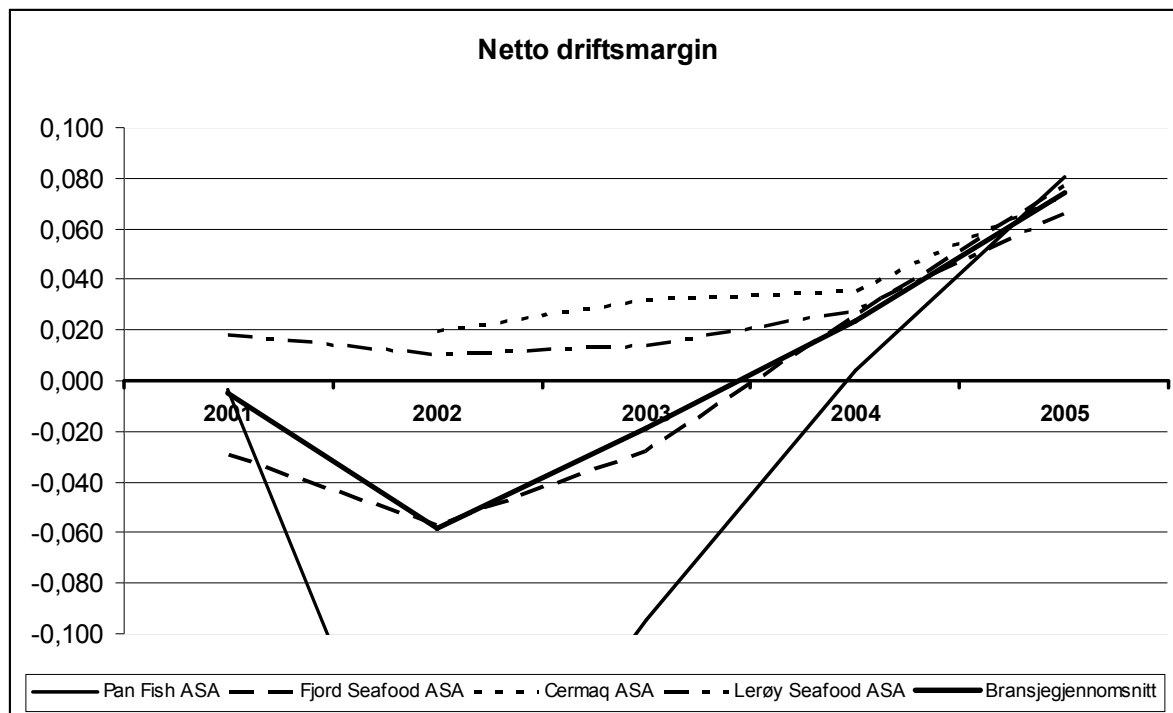
holdt utenfor, fordi omløpshastighetene til Lerøy ikke var sammenlignbare med de andre selskapene.



Figur 5.1.2.8: Omløpet til netto driftseiendeler i oppdrettsbransjen, 2001 til 2005.

Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er hvor stort netto driftsresultatet er relativt til driftsinntektene. Den sier med andre ord hvor mange prosent av driftsinntektene selskapet sitter igjen med etter at driftskostnader og skatt er trukket ifra. Figur 5.1.2.9 viser netto driftsmargin i Pan Fish og de sammenlignbare selskapene i analyseperioden. Pan Fish har hatt en svært positiv utvikling de siste årene, som resulterte i bransjens høyeste driftsmargin i 2005.



Figur 5.1.2.9: Netto driftsmargin i oppdrettsbransjen, 2001 til 2005

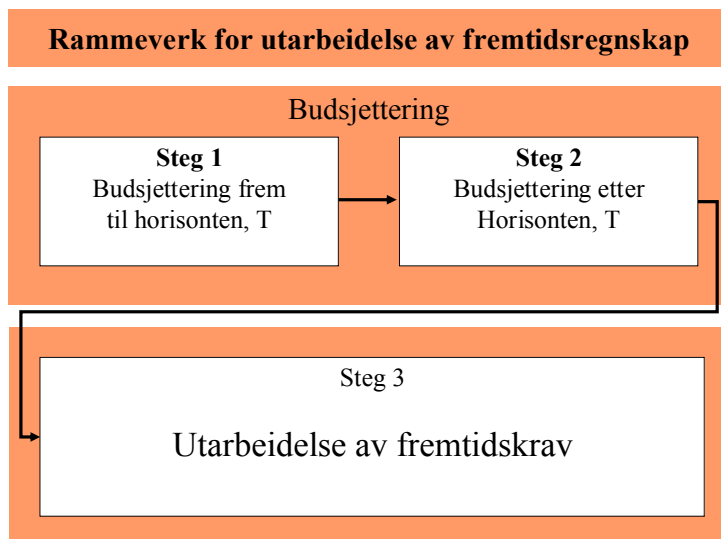
Konklusjon av regnskapsanalysen

Regnskapsanalysen har påvist at Pan Fish har slitt økonomisk de siste fem årene. Negativ egenkapitalprosent, negativ superprofitt, og negativ driftsmargin er bare noen av de faresignalene jeg kan trekke frem. Samtidig vet jeg fra den strategiske analysen at rammebetingelsene rundt lakseoppdrett ikke har vært gode i denne perioden. Historisk lave laksepriser kan ta mye av skylden for de dårlige resultatene. Men ikke alt kan forklares med lave laksepriser, for vi ser samtidig at konkurrentene ikke har slitt i like stor grad som Pan Fish.

Samtidig som det er viktig å merke seg at Pan Fish har prestert svært dårlig i begynnelsen av analyseperioden, er det enda viktigere å merke seg den positive utviklingen som har funnet sted frem mot slutten av regnskapsåret 2005. Denne utviklingen danner utgangspunktet for hva som vil skje i Pan Fish de neste årene. Selskapet skaper superprofitt for aksjonærene i 2005. Selv om rentabiliteten er mindre enn hos konkurrentene, ser vi tegn på at Pan Fish er på riktig vei. Kanskje er dette resultatet av restrukturering og fokus på å bli kostnadsleder. Pan Fish har reist seg etter den økonomiske krisen, og vil møte en oppgangstid i laksenæringen med en solid finansiering.

5.1.3 Fremtidsregnskap⁶²

I de to foregående kapitler har jeg analysert Pan Fish for å ha et godt utgangspunkt til å kunne si noe om hvordan lønnsomheten i selskapet vil utvikle seg de kommende år. Neste steg i verdsettelsen blir dermed å anvende denne innsikten til å budsjettere fremtidsregnskap. Fri kontantstrøm-modellen krever at fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital og avkastningskrav til egenkapital budsjetteres. Fri kontantstrøm til egenkapital er den kapitalen som kan betales ut i utbytte (netto betalt utbytte), og den finnes indirekte gjennom å utarbeide fremtidsresultat og fremtidsbalanse gruppert på samme måte som de omgrupperte tallene fra regnskapsanalysen. Utarbeidelsen av fremtidsregnskap består av tre steg:



Figur 5.1.3.1: Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap

Som rammeverket viser vil selve budsjetteringen være todelt. Den første delen er en fullstendig budsjettering av regnskapet over en bestemt budsjetteringsperiode. Deretter forutsetter man at selskapet etter en gitt periode vil innta steady state. Dette vil være horisonten (T) for den fullstendige budsjetteringen. Etter dette tidspunktet antar vi at utviklingen (veksten) i selskapet er lineær, og det vil derfor ikke være nødvendig med fullstendig budsjettering.

⁶² Knivsflå, BUS425

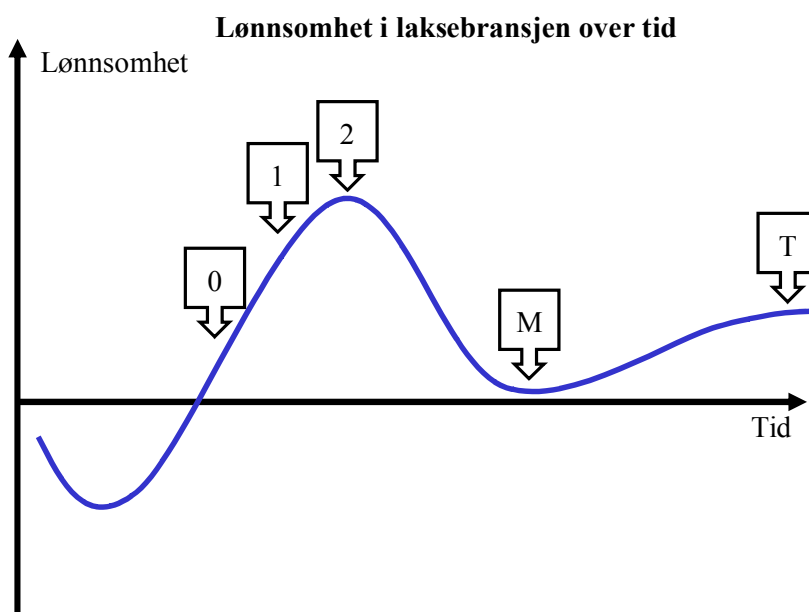
Budsjettering

Valg av budsjetthorisont

Før man kan ta fatt på den omfattende budsjetteringsprosessen må man velge en passende budsjetthorisont. Valget av budsjetthorisont er avhengig av to faktorer. Den første faktoren er forventet tid til selskapet inntar en utvikling som kan tilnærmes lineært. Kortere tid til steady state betyr kortere budsjetthorisont. Den andre faktoren er kvaliteten på regnskapsføringen. Med dette menes i hvilken grad regnskapet fanger opp de verdier som er i selskapet. Eksempelvis vil et IT- eller legemiddelselskap ofte ha store immaterielle verdier knyttet til utvikling av prosjekter og produkter, noe som normalt ikke vises i regnskapet. Dette vil kreve en lang budsjetteringshorisont for å fange opp de immaterielle verdiene.

Budsjetthorisont i Pan Fish

Pan Fish opererer i en bransje der lønnsomheten svinger mye i takt med endringer i lakseprisen. For å argumentere for når jeg tror Pan Fish vil komme i steady state, vil jeg ta utgangspunkt i en generell drøftelse av hvordan jeg tror lønnsomheten i bransjen vil utvikle seg de neste årene, basert på innsikten jeg fikk gjennom den strategiske analysen. Figur 5.1.3.2 skisserer den utviklingen jeg forventer i oppdrettsbransjen. Jeg vil argumentere for denne i de neste avsnittene.



Figur 5.1.3.2: Budsjettert utvikling i laksebransjens lønnsomhet over tid.

Bransjen befant seg i 2005 på en stigende trend etter en periode med dårlig lønnsomhet, tilsvarende punktet jeg har markert med tallet 0 i figur 5.1.3.2. De to påfølgende årene, 2006 og 2007, markert med tallene 1 og 2, vil bransjen trolig oppleve høy lønnsomhet grunnet begrenset tilbud av laks, og høy etterspørsel.

Deretter tror jeg lønnsomheten vil falle noe, til punkt M i modellen. Fallet vil komme fordi lakseoppdretterne vil sette ut mer fisk de kommende årene med høye laksepriser, slik at tilbudet av laks vil øke. Samtidig tror jeg frykten for fugleinfluensaen vil avta etter noen år, og dermed vil konsumentene få tilbake tillitten til kyllingprodukter. Det medfører redusert etterspørsel etter laks, og dermed fallende priser. Med utgangspunkt i tiden det tar fra laksen blir klekket til den er slakteklar, tre år, velger jeg å tro at M inntreffer i 2010.

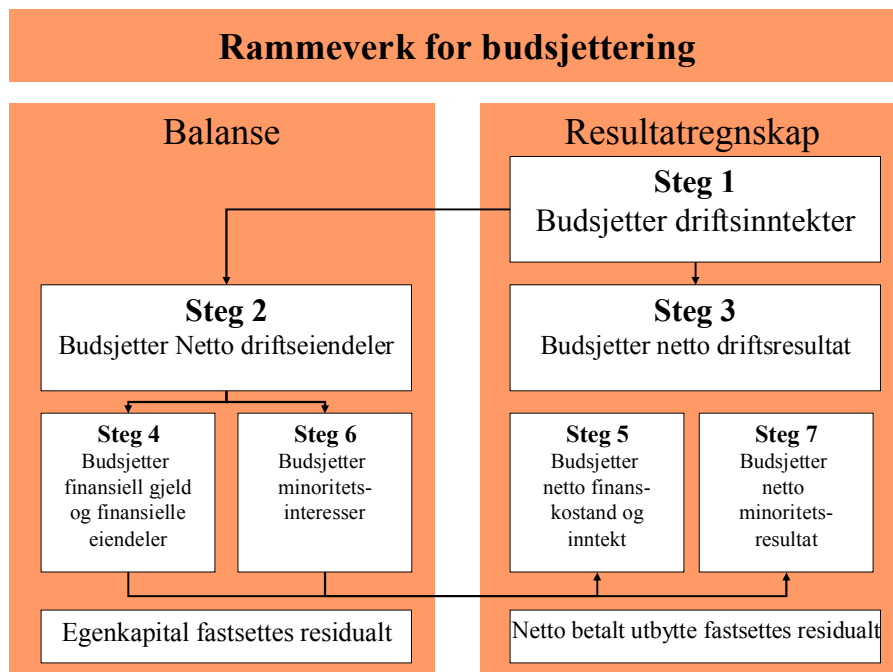
Jeg tror derimot ikke at lønnsomheten vil falle så lavt som tidligere. Dette fordi selskapene er blitt større, og dermed har større påvirkning på de totale produksjonsmengdene. I tillegg har selskapene erfaring fra de siste års lave laksepriser, noe som tilsier at de vil være mer forsiktige med produksjonsvolumene, slik at de ikke bringer bransjen inn i en ny krise. Mitt siste argument for at svingningene i lønnsomheten vil reduseres er at aktørene i bransjen har foretatt kostnadsreducerende tiltak, og store investeringer i videreforedlingsvirksomhet. Som jeg drøftet under den strategiske analysen vil videreforedling være mest lønnsomt med lave laksepriser, og minst lønnsomt ved høye laksepriser. Dermed vil svingningene i den totale lønnsomheten til oppdrettsselskapene reduseres.

Etter dette punktet tror jeg lønnsomheten igjen vil stige noe, fordi utsettingen av fisk har blitt noe redusert i årene med lavere laksepriser (tilbudsunderskudd). Jeg tror at svingningen nå er redusert så mye at man kan tilnærme den videre veksten i bransjen lineært. Punktet T i figuren markerer dette tidspunktet, som jeg antar at inntreffer i 2014. Valget av budsjetthorisont blir dermed ni år.

Når det gjelder den andre faktoren som bestemmer budsjetteringshorisontens lengde, kvaliteten på regnskapsføringen, finnes det i et oppdrettsselskap relativt lite immaterielle verdier (verdier som ikke er regnskapsførte). Blant annet har innføring av internasjonale regnskapsstandarder medført at verdien av biomassen i merdene skal føres til virkelig verdi (IAS 41). Kvaliteten på regnskapsføringen er derfor relativt god. Et selskap som rapporterer balanse etter god regnskapsskikk bør ha en budsjetthorisont på mellom seks og 16 år. Mitt valg av budsjetthorisont på ni år virker derfor rimelig.

Valg av budsjettmodell⁶³

For å utarbeide fremtidsregnskap har jeg valgt å benytte meg av en modell der man gjennom syv steg benytter seg av ni budsjett drivere for å utarbeide investororientert resultatregnskap og balanse for budsjett horisonten. Rammeverket for denne budsjetteringen er presentert i figur 5.1.3.3.



Figur 5.1.3.3: Rammeverk for budsjettering

En budsjett driver er et forholdstall som anvendes i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. De ni budsjett driverne jeg skal anvende vil bli drøftet i den stegvise gjennomgangen av budsjetteringen. Jeg vil budsjettere budsjett driverne i de fire punktene (1,2,M,T) som jeg presenterte i figur 5.1.3.2, og anta lineær utvikling mellom disse punktene, og konstant vekst etter horisonten, T.

	1	2	→	M	→	T	→
Budsjett driver	Estimat	Estimat	Lineær utv.	Estimat	Lineær utv.	Estimat	Konstant.

⁶³ Knivsflå, BUS425

Steg 1: Budsjettering av driftsinntekter

Det første steget i budsjetteringen er det viktigste. De budsjetterte driftsinntektene (DI) er utgangspunktet for de andre budsjetterte størrelsene i fremtidsregnskapet. Det er derfor viktig å være grundig når man anslår hvordan de fremtidige inntektene vil bli. For å budsjettere driftsinntektene bruker man budsjettdriveren **driftsinntektsvekst** (*div*), og tar utgangspunkt i selskapets driftsinntekter i 2005. Driftsinntektsveksten er den prosentvise endringen i driftsinntekter i forhold til året før. Når man har anslått hvordan driftsinntektsveksten vil forløpe seg over budsjettthorisonen, kan man budsjettere driftsinntektene.

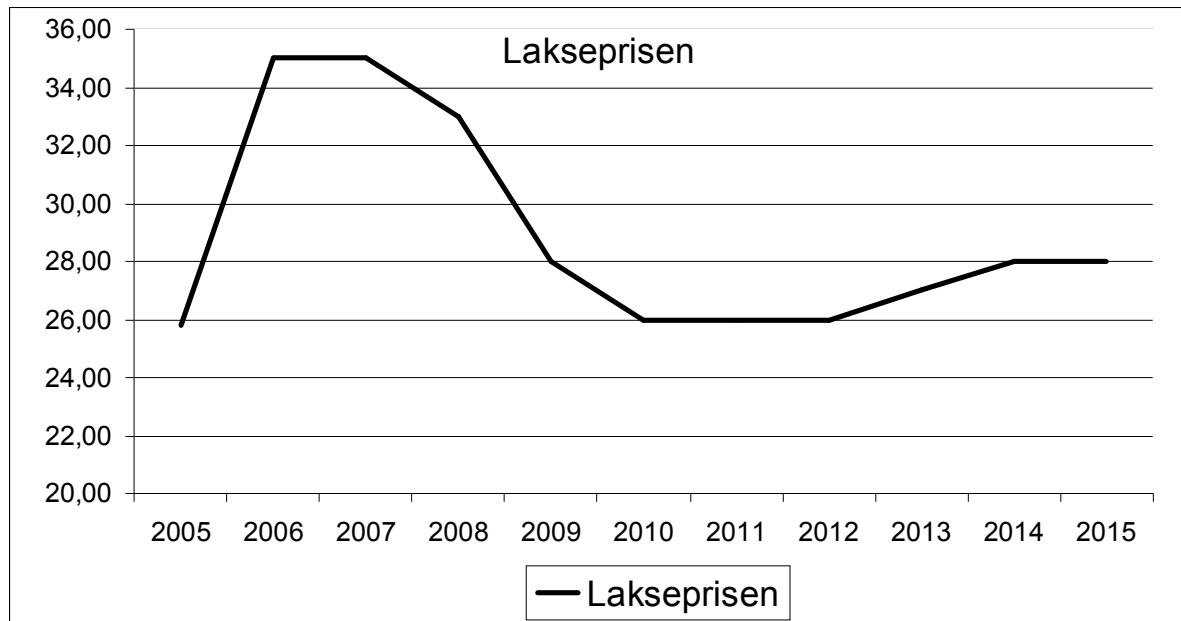
$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}} \Rightarrow DI_t = (1 + div_t) \times DI_{t-1}$$

Jeg vil dele drøftelsen av forventet driftsinntektsvekst inn i tre faktorer: forventet utvikling i laksepris, forventet utvikling i salgsmengde, og andre faktorer. Driftsinntektsvekstanalyse for de siste fem årene ble ikke presentert i regnskapsanalysen, fordi denne analysen viste konstant fall i driftsinntektene disse årene, og derfor er lite relevant for projeksjonen av fremtidig driftsinntektsvekst.

Forventet utvikling i laksepris

I den strategiske analysen viste jeg historisk utvikling i laksepris, og forklarte betydningen av lakseprisen for lønnsomheten i bransjen. I en artikkel i Finansavisen fredag 26. mai 2006 fremgår det at den gjennomsnittlige lakseprisen de norske oppdretterne har oppnådd de første fem månedene i 2006 er på 31 kroner per kilo. Pan Fish rapporterte ved presentasjon av resultater fra første kvartal den 31. mai at de da solgte laks for 46 kroner kiloen. Derfor bør jeg bruke en gjennomsnittlig laksepris over 31 kroner som estimat for hele 2006. For årene etter dette forventer jeg at lakseprisene vil endre seg i tråd med drøftelsen rundt den predikerte lønnsomhetsutviklingen i figur 5.1.3.2. Jeg velger derfor å legge til grunn denne utviklingen i gjennomsnittlig laksepris for budsjetteringsperioden:

Laksepris	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lakseprisen	35,00	35,00	33,00	28,00	26,00	26,00	26,00	27,00	28,00	28,00



Figur 5.1.3.3: Forventet utvikling i lakseprisen.

Ved denne utviklingen i lakseprisen vil handelsbarrieren ved salg av laks til EU land aldri få noen effekt.

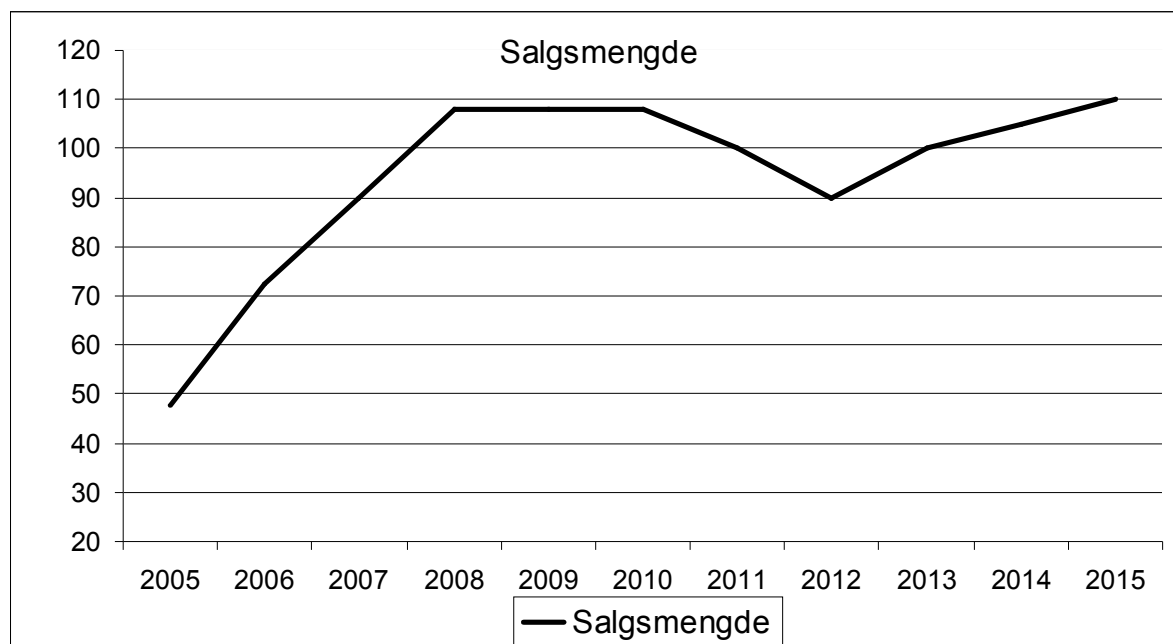
Forventet utvikling i salgsmengde

Forventet salgsmengde er naturlig også en viktig faktor når man skal predikere fremtidige salgssinntekter. Med den etterspørselen som er i markedet i 2006 er det naturlig å tro at Pan Fish vil få solgt all den laksen de makter å produsere. Produksjonskapasiteten er avhengig av antall konsesjoner som Pan Fish eier, og utnyttelsen av disse. Jeg forutsetter at antall konsesjoner forblir uendret i Pan Fish, eller at dersom Pan Fish kjøper flere konsesjoner (eller kjøper opp selskaper som eier konsesjoner) vil verdien av disse konsesjonene være reflektert av prisen Pan Fish må betale (ingen påvikning på verdiestimatet). Jeg tar derfor utgangspunkt i den produksjonskapasiteten Pan Fish hadde per 31. desember 2005.

I figur 2.2 presenterte jeg Pan Fish' egne estimat på produksjonsmengde frem til 2008. Figuren viste at Pan Fish forventer å produsere 108 tusen tonn ferdig slaktet laks i 2008. Dette er fisk som allerede er satt i produksjon når estimatet ble presentert, noe som tilsier at estimatet er godt. Jeg vil derfor bruke dette estimatet i budsjetteringen av fremtidig produksjons og salgsmengde. Denne mengden viser produksjonskapasiteten per 31. desember 2005. Jeg antar at denne kapasiteten vil kunne øke noe på lang sikt (på horisonten), grunnet bedre vaksiner mot sykdommer, og utvikling av fôr som gir raskere vekst, og dermed bedre utnyttelse av konsesjoner.

Samtidig vil jeg anta at produksjonsmengden er påvirket av lønnsomheten i bransjen, jamfør figur 5.1.3.2. Den vil bli noe redusert når lakseprisene har falt, og øke når lakseprisen har steget igjen. Jeg legger derfor disse produksjons-/salgsmengdene til grunn for budsjettet (salgsmengde er ferdig slaktet fisk i tusen tonn).

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Salgsmengde	72,5	90,0	108,0	108,0	108,0	100,0	90,0	100,0	105,0	110,0



Figur 5.1.3.4: Forventet utvikling i salgsmengde (i 1000 tgv)

Andre faktorer som bestemmer driftsinntektsveksten

Dersom man isolert sett ser på de salgsmengder og laksepriser jeg har lagt til grunn for budsjettperioden gir dette følgende driftsinntektsvekst:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prisvekst	0,357	0,000	-0,057	-0,152	-0,071	0,000	0,000	0,038	0,037	0,000
Mengdevekst	0,517	0,241	0,200	0,000	0,000	-0,074	-0,100	0,111	0,050	0,048
div	1,058	0,241	0,131	-0,152	-0,071	-0,074	-0,100	0,154	0,089	0,048

Det er imidlertid tre kvalitative faktorer som påvirker min vurdering av fremtidig driftsinntektsvekst:

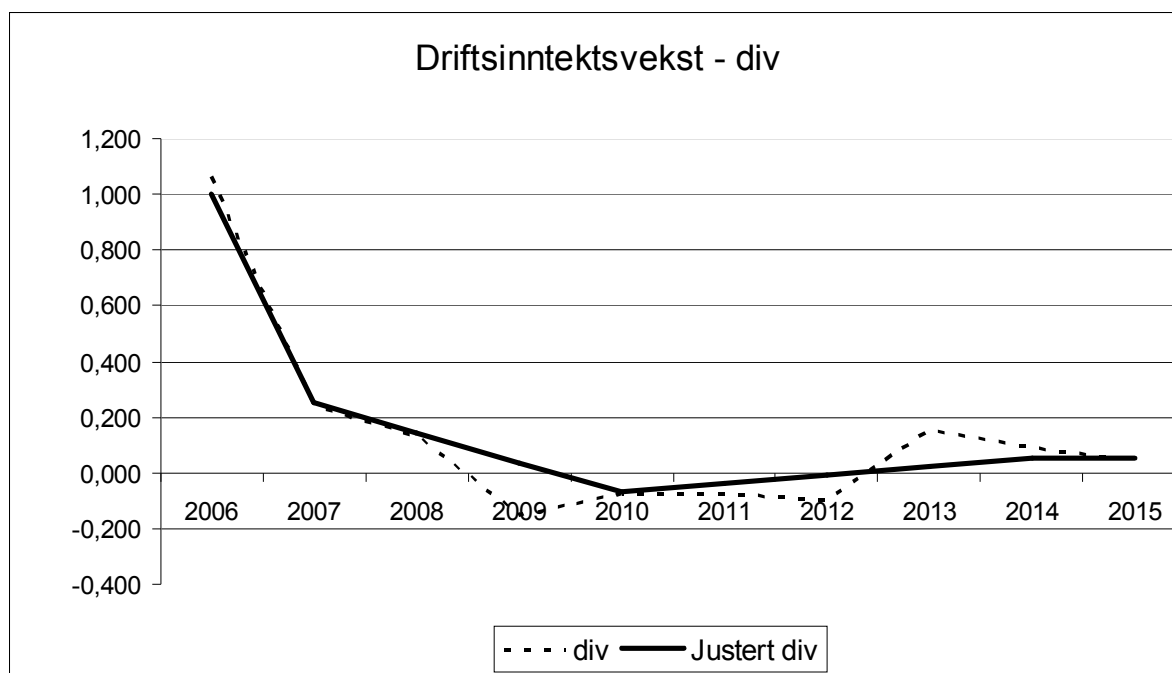
1. Pan Fish hadde ved inngangen til 2006 bundet prisen på laks til en fjerdedel av sine kunder i langsiktige avtaler, noe som taler for at Pan Fish ikke får maksimalt utbytte

av de høye lakseprisene i 2006. Dette taler for å redusere driftsinntektsveksten i 2006, samt å øke den tilsvarende i 2007.

2. Pan Fish' driftsinntekter består også av inntekter fra videreforedlingsvirksomhet. Disse utgjorde i 2004 og 2005 ca 20 prosent av inntektene til Pan Fish (Figur 2.1.5). Siden disse inntektene ikke er avhengig av lakseprisen, vil disse ha en utjevne effekt på svingningene i driftsinntektene. Med bakgrunn i opplysningene i neste punkt velger jeg å anta at den gjennomsnittlige andelen inntekter fra videreforedling i perioden er 30 prosent.
3. Oppkjøpene av Kritsen Holding, samt økt eierandel i Aalesundfisk helt i starten av 2006 medfører at driftsinntektsveksten i 2006 må justeres opp. Kritsen Holding hadde en inntekt i 2005 på 450 millioner. Dette oppkjøpet representerer alene en driftsinntektsvekst på rundt 20 prosent for Pan Fish. Samtidig fører oppkjøpet til at andelen inntekter fra videreforedlingsvirksomhet øker til 40 prosent, regnet på 2005 tall. Det må allikevel forventes at denne andelen vil reduseres når lakseprisene stiger i 2006.

Tar jeg disse faktorene med i betraktningen kommer jeg frem til følgende justerte estimat på driftsinntektsveksten i budsjettperioden.

Budsjettdriver		1	2	M	T
Driftsinntektsvekst	div	1,000	0,250	-0,070	0,050



Figur 5.1.3.5: Forventet driftsinntektsvekst (div)

Dermed blir de budsjetterte driftsinntekter (i millioner kroner) basert på mine forutsetninger:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DI	3 717	4 646	5 312	5 507	5 121	4 917	4 867	4 965	5 213	5 474

Steg 2: Budsjettering av netto driftseiendeler

Det første steget i budsjetteringen av fremtidsbalansen er budsjettering av netto driftseiendeler. Her anvender man budsjettdriveren onde – **omløpet til netto driftseiendeler**, som er driftsinntekter i prosent av netto driftseiendeler i begynnelsen av året.

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

Historiske størrelser på budsjettdriveren i Pan Fish og bransjen ble analysert i regnskapsanalysen.

I forrige steg fant jeg at driftsinntektene vil vokse mye de første årene. Dette vil naturlig også føre til en betydelig økning i onde disse årene. Effektiviseringstiltak for å bli kostnadsleder vil naturlig øke omløpshastigheten. Oppkjøpet av Kritsen som jeg diskuterte i forrige steg vil også føre til økning av netto driftseiendeler. Jeg antar at disse effektene samlet vil medføre onde på 1,3 i 2007 (onde i 2006 er implisitt gitt av DI fra forrige steg i 2006 og balanseførte

NDE i 2005). Når driftsinntektene deretter faller noe frem mot budsjettpunkt M, antar jeg at onde også reduseres, før den igjen stiger til 1,2 på horisonten:

Budsjettdriver	1	2	M	T
Omløpet til netto driftseiendeler	1,105	1,300	1,000	1,200

Dermed blir budsjetterte netto driftseiendeler (i millioner kroner) i perioden:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NDE	3 574	4 427	5 006	5 121	4 682	4 425	4 317	4 344	4 561	4 789

Steg 3: Budsjettering av netto driftsresultat

Netto driftsresultat er driftsinntekter fratrukket driftskostnader og driftsrelatert skatt. Dersom vi beregner netto driftsresultat i prosent av driftsinntektene får vi **netto driftsmargin** (ndm), som er budsjettdriveren jeg skal bruke til å predikere netto driftsresultat (NDR) i budsjettperioden.

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t} \Rightarrow NDR_t = ndm_t \times DI_t$$

For å argumentere for hvordan jeg tror netto driftsmarginen vil utvikle seg over budsjetthorisonten, vil jeg drøfte fem faktorer: utvikling de siste fem årene, fremtidig driftsmargin i oppdrett, fremtidig driftsmargin i videreforedling, utvikling i driftsskattesats, og effektiviseringsgevinst ved sammenslåing med Fjord Seafood og Marine Harvest.

Utvikling i netto driftsmargin de siste fem år

Denne utviklingen ble analysert i lønnsomhetsanalysen som var en del av regnskapsanalysen. Den viste dårlig lønnsomhet, men en forbedring mot slutten av analyseperioden.

Kostnader og inntekter i oppdrettsvirksomheten

Driftsinntektene de kommende år ble omtalt under steg 1. Historiske produksjonskostnader ble drøftet i internanalysen.

Jeg antar at Pan Fish vil fortsette sitt arbeid med å redusere kostnadene sine frem mot 2008. Med grunnlag i drøftelsen i internanalysen tror jeg derimot ikke at de vil nå målet på 16 kroner. Samtidig tar jeg med i betraktningene at førkostnadene på mellomlang sikt vil øke

med bakgrunn i de faktorer jeg drøftet i ekstern analysen. Jeg antar at eventuelle kostnadsbesparende tiltak fra Pan Fish vil bli spist opp av økende førkostnader etter 2008, og at produksjonskostnaden derfor vil være konstant lik 18 kroner kiloen etter 2008. Oppdrettsvirksomheten gir dermed disse marginer (før skatt) i budsjettperioden.

Oppdrett	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pris	35	35	33	28	26	26	26	27	28
Kostnad	20	19	18	18	18	18	18	18	18
Margin, %	42,9 %	45,7 %	45,5 %	35,7 %	30,8 %	30,8 %	30,8 %	33,3 %	35,7 %

Driftsmargin i videreforedlingsvirksomheten

De opplysningene jeg presenterte for videreforedlingsvirksomheten i figur 2.1.5 viste driftsresultater nær null de to siste årene. Kritsen Holding viste et negativt driftsresultat i 2005 (syv prosent negativ driftsmargin). Disse tallene taler for at driftsmarginen i videreforedlingsvirksomheten til Pan Fish også i 2006 vil bli nær null, da høye laksepriser har negativ effekt på resultatet i videreforedling siden laks er innsatsfaktor i denne industrien. Jeg antar videre at driftsmarginen i videreforedling vil bedre seg lineært over budsjettperioden, til 10 prosent på horisonten, som resultat av reduserte laksepriser, samt at jeg antar at Pan Fish vil iverksette kostnadsbesparende tiltak, i tråd med deres hovedstrategi som innebærer å bli kostnadsleder.

Viderefor.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margin, %	0,0 %	1,3 %	2,5 %	3,8 %	5,0 %	6,3 %	7,5 %	8,8 %	10,0 %	10,0 %

Utvikling i driftsskattesats

Driftsskattesatsen (dss) er den skattesatsen som er knyttet til driftsresultatet i selskapet. Den kan beregnes ved å ta utgangspunkt i den samlede skattekostnaden, og trekke i fra skatten knyttet til finansieringsposter (28 prosent). I internanalysen drøftet jeg den skattemessige fordelene Pan Fish har, knyttet til underskudd til fremføring. Jeg antar at denne over tid vil bli brukt opp, og at driftsskattesatsen derfor vil endre seg lineært fra 10 prosent i 2006 til 28 prosent (normalisert skattesats for bedrifter) på horisonten.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
dss	10,0 %	12,3 %	14,5 %	16,8 %	19,0 %	21,3 %	23,5 %	25,8 %	28,0 %	28 %

Deloppsummering

Den lave driftsmarginen fra videreforedling, samt skatt, vil redusere driftsmarginen fra oppdrettsvirksomheten. Dersom jeg antar at andelen driftsinntekter fra oppdrett er 70 prosent, slik jeg drøftet i første steg i budsjetteringen, får jeg denne utviklingen i netto driftsmarginen til Pan Fish i budsjettperioden:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
70 % Oppdrett	43 %	46 %	45 %	36 %	31 %	31 %	31 %	33 %	36 %	36 %
+ 30 % VAP	0 %	1 %	3 %	4 %	5 %	6 %	8 %	9 %	10 %	10 %
* (1-dss)	90 %	88 %	86 %	83 %	81 %	79 %	77 %	74 %	72 %	72 %
ndm	27 %	28 %	28 %	22 %	19 %	18 %	18 %	19 %	20 %	20 %

Effektiviseringsgevinst ved sammenslåing med Fjord Seafood og Marine Harvest

Det er grunn til å tro at det nye Pan Fish konsernet vil dra noen stordriftsfordeler og effektiviseringsgevinster ut av sammenslåing av tre store aktører i oppdrettsbransjen, samtidig som de får økt forhandlingsmakt overfor sine leverandører og kunder. Det er forløpig litt tidlig å si noe om hvor store disse effektene vil bli, men det er allikevel rimelig å anta at de vil være positive. For å ta hensyn til dette vil jeg være nøkternt positiv i min budsjettering av fremtidig driftsmargin.

Oppsummering, og budsjettert netto driftsresultat

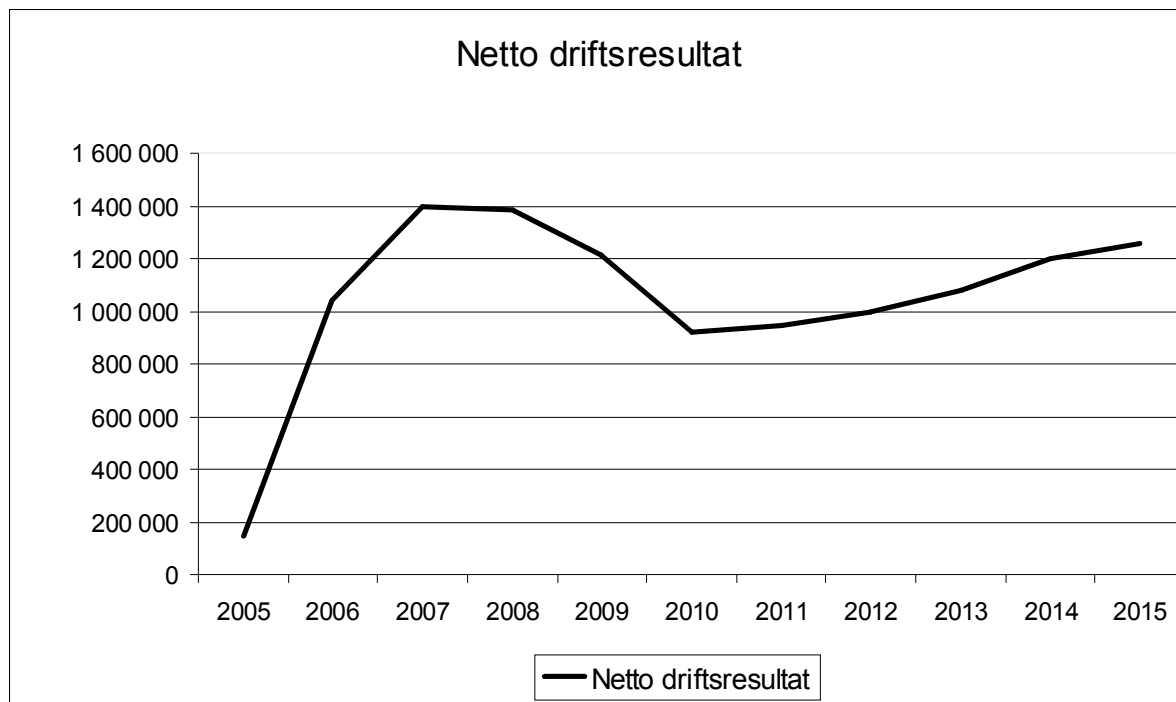
Med bakgrunn i de overnevnte argumenter velger jeg å bruke disse størrelser på netto driftsmargin i budsjettperioden:

Budsjettdriver	1	2	M	T
Netto driftsmargin	0,280	0,300	0,180	0,230

Dette gir følgende budsjetterte netto driftsresultater (i millioner):

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NDR	1 041	1 394	1 381	1 212	922	946	998	1 080	1 199	1 259

Figur 5.1.3.6 viser den budsjetterte lønnsomheten fra driften etter skatt i budsjettperioden.



Figur 5.1.3.6: Netto driftsresultat i budsjettperioden

Steg 4: Budsjettering av finansiell gjeld og finansielle eiendeler

For å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler benytter man budsjettdriverne **finansiell gjeldsdel** (fgd) og **finansiell eiendelsdel** (fed). Disse forholdstallene er størrelsen på finansiell gjeld og finansielle eiendeler i prosent av netto driftseiendeler. Ved å bruke disse budsjettdriverne sammen med budsjetterte netto driftseiendeler som jeg fant i steg 2, kan jeg finne budsjetterte størrelser på finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

$$fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t} \Rightarrow FG_t = fgd_t \times NDE_t$$

$$fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t} \Rightarrow FE_t = fed_t \times NDE_t$$

Tabellen under viser den historiske utviklingen i forholdstallene, samt historisk gjennomsnitt for Pan Fish og bransjen.

		Pan Fish						
Budsjettdriver		2001	2002	2003	2004	2005	2006 IB	Snitt
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,819	0,851	1,232	1,129	0,942	0,536	0,995
Finansiell eiendelsdel	fed	0,044	0,017	0,046	0,066	0,093	0,047	0,053

		Bransjen						
Budsjettdriver		2001	2002	2003	2004	2005	2006 IB	Snitt
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,736	0,709	0,753	0,686	0,620	0,464	0,661
Finansiell eiendelsdel	fed	0,038	0,044	0,074	0,094	0,104	0,102	0,076

Den finansielle gjeldsdelen har historisk sett vært høy i Pan Fish og bransjen, noe som delvis skyldes at bransjen har vært gjennom en nedgangtid. Den utgående balansen i 2005 (2006 IB) viser at Pan Fish hadde en gjeldsdel i overkant av 50 prosent, litt høyere enn bransjen. Gjeldsdelen vil øke noe som følge av oppkjøpet av Kritsen Holding. Samtidig antar jeg at denne vil bli redusert som følge av god lønnsomhet frem til 2007. Ved god lønnsomhet vil egenkapitalen øke og dermed gjelden bli relativt mindre. Videre antar jeg at gjeldsdelen vil øke lineært til 60 prosent i 2010 da lønnsomheten faller noe i denne perioden, før den igjen blir redusert til 50 prosent på horisonten.

Når det gjelder de finansielle eiendelene antar jeg at disse vil være konstant lik fem prosent av netto driftseiendeler, slik de var i slutten av 2005, og har vært i snitt de siste fem årene.

Budsjettdriver		1	2	M	T
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,500	0,400	0,600	0,500
Finansiell eiendelsdel	fed	0,050	0,050	0,050	0,050

Disse budsjettdriverne gir følgende størrelser på finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld i budsjettperioden (i millioner kroner).

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FG	1 787	1 771	2 336	2 731	2 809	2 544	2 374	2 281	2 281	2 395
FE	179	221	250	256	234	221	216	217	228	239
NFG	1 608	1 549	2 086	2 475	2 575	2 323	2 159	2 063	2 053	2 155

Steg 5: Budsjettering av netto finanskostnad og netto finansinntekt

Budsjettering av netto finanskostnad (NFK) og netto finansinntekt (NFI) foregår gjennom budsjettering av budsjettdriverne **finansiell gjeldsrentabilitet** (fgr) og **finansiell eiendelsrentabilitet** (fer). Finansiell gjeldsrentabilitet er netto finanskostnad i prosent av

inngående finansiell gjeld, og finansiell eiendelsrentabilitet er netto finansinntekter i prosent av inngående finansielle eiendeler. På grunnlag av de budsjetterte finansielle eiendeler og gjeld fra forrige steg kan man dermed budsjettere netto finanskostnader og inntekter.

$$fgr_t = \frac{NFK_t}{FG_{t-1}} \Rightarrow NFK_t = fgr_t \times FG_{t-1}$$

$$fer_t = \frac{NFI_t}{FE_{t-1}} \Rightarrow NFI_t = fer_t \times FE_{t-1}$$

I budsjetteringen av fgr og fer kan man, dersom kapitalmarkedet er velfungerende, og finansielle eiendeler og gjeld er regnskapsført til tilnærmet virkelig verdi, forutsette at mer- eller mindreverdi knyttet til finansielle eiendeler og gjeld er tilnærmet lik null. Disse forutsetningene holder for Pan Fish, og følgelig er den virkelige verdien av finansielle eiendeler og gjeld tilnærmet lik den bokførte verdien. Fravær av merverdi innebærer at kapitalens rentabilitet er lik kravet til avkastning på kapitalen. Derfor forutsetter jeg at fgr = fgk, og fer = fek i budsjetteringsperioden. (fgk og fek er krav til finansiell gjeld og eiendeler.)

Avkastningskravet til finansielle eiendeler og gjeld vises i tabellen under. Jeg kommer tilbake til hvordan jeg har beregnet disse når jeg presenterer beregningen av fremtidige avkastningskrav.

Budsjettdriver		2006	2007	2008	...	2012	2013	2014	2015
Finansiell gjeldsrente	fgr	0,026	0,026	0,029		0,038	0,039	0,041	0,041
Finansiell eiendelsrentabilitet	fer	0,018	0,022	0,026		0,042	0,046	0,050	0,050

Dermed blir budsjetterte netto finanskostnader og netto finansinntekter (i millioner kroner):

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NFI	3	4	6	8	9	9	9	10	11	11
NFK	46	47	52	76	97	104	97	94	93	93

Steg 6: Budsjettering av minoritetsinteresser

Gjennom bruk av budsjettdriveren **minoritetsdel** (mid) sammen med budsjetterte netto driftseiendeler fra steg 2 kan vi budsjettere størrelsen på fremtidige minoritetsinteresser i selskapet. Minoritetsdel er størrelsen på minoritetsinteresser relativt til selskapets netto driftskapital.

$$mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t} \Rightarrow MI_t = mid_t \times NDE_t$$

Tabellen under viser den historiske utviklingen i minoritetsdelen, samt historisk gjennomsnitt for Pan Fish og for bransjen.

		Pan Fish						
Budsjettdriver		2001	2002	2003	2004	2005	2006 IB	Snitt
Minoritetsdel	mid	0,023	0,023	0,011	0,014	0,009	0,004	0,013

		Bransjen						
Budsjettdriver		2001	2002	2003	2004	2005	2006 IB	Snitt
Minoritetsdel	mid	0,013	0,017	0,016	0,004	0,003	0,002	0,009

Basert på gjennomsnittet i Pan Fish og i Bransjen de siste årene er det rimelig å anta at minoritetsdelen i "steady state" er ca 1 prosent. Jeg forventer en gradvis økning av minoritetsdelen til 1 prosent over budsjettperioden.

Budsjettdriver		1	2	M	T
Minoritetsdel	mid	0,005	0,006	0,008	0,010

Dermed blir størrelsen på minoritetsinteressene over budsjettperioden disse (i millioner kroner):

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
MI	18	27	33	38	37	38	39	41	46	48

Steg 7: Budsjettering av netto minoritetsresultat

Minoritetsresultatet budsjetteres med hjelp av budsjettdriveren **minoritetsrentabilitet** (mir), som er rentabiliteten av minoritetsinteressene på inngående kapital.

$$mir_t = \frac{NMR_t}{MI_{t-1}} \Rightarrow NMR_t = mir_t \times MI_{t-1}$$

Her kan jeg gjør samme forutsetning for minoritetsinteressene som for finansielle eiendeler og gjeld. Jeg forutsetter at det ikke er noe merverdi knyttet til minoritetsinteressene, og dermed at rentabiliteten er lik avkastningskravet til minoritetsinteressene: mir = mik. Jeg vil senere utlede beregningen av kravet til minoritetsinteressene, som gir:

Budsjettdriver		2006	2007	2008	2009	...	2012	2013	2014	2015
Minoritetsrentabilitet	mir	0,104	0,102	0,094	0,102		0,123	0,121	0,120	0,117

Dermed blir netto minoritetsresultat i budsjettperioden (i millioner kroner):

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NMR	2	2	2	3	4	5	5	5	5	5

Egenkapital og fri kontantstrøm til egenkapital (netto betalt utbytte)

Jeg har nå beregnet alle balansepostene, utenom egenkapitalen. Dermed kan jeg finne egenkapitalen residualt, ved å trekke minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld fra netto driftseiendeler. Når egenkapitalen er budsjettert, kan jeg finne årlig endring i egenkapital, og ved å sammenligne med nettoresultatet til egenkapitalen (NRE), kan jeg finne hvor mye som netto vil bli betalt ut i utbytte. Dermed har jeg budsjettert alle nødvendige balanse og resultatposter til å sette opp budsjettert omgruppert fremtidsregnskap.

Budsjettert fremtidsregnskap

Resultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DI	3 717	4 646	5 312	5 507	5 121	4 917	4 867	4 965	5 213	5 474	5 747
NDR	1 041	1 394	1 381	1 212	922	946	998	1 080	1 199	1 259	1 322
+ NFI	3	4	6	8	9	9	9	10	11	11	12
= NRS	1 044	1 398	1 387	1 219	931	955	1 007	1 090	1 210	1 270	1 334
- NFK	46	47	52	76	97	104	97	94	93	93	97
- NMR	2	2	2	3	4	5	5	5	5	5	6
= NRE	996	1 349	1 332	1 140	829	847	905	992	1 112	1 172	1 231
- NBU	752	446	1 296	1 418	1 368	852	850	872	888	1 049	1 102
= ΔEK	244	903	36	-278	-539	-5	56	120	224	123	129

Balanse	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
= NDE	3 574	4 427	5 006	5 121	4 682	4 425	4 317	4 344	4 561	4 789	5 029
EK	1 948	2 851	2 887	2 608	2 070	2 064	2 120	2 239	2 463	2 586	2 716
+ MI	18	27	33	38	37	38	39	41	46	48	50
+ NFG	1 608	1 549	2 086	2 475	2 575	2 323	2 159	2 063	2 053	2 155	2 263
= NDK	3 574	4 427	5 006	5 121	4 682	4 425	4 317	4 344	4 561	4 789	5 029

Under budsjetteringen har jeg valgt 2014 som horisont, og forutsatt konstant vekst etter dette. Dette innebærer at alle budsjettdriverne har konstant verdi i årene etter 2014. Fordi enkelte av budsjettdriverne er basert på inngående balanse, og fordi verdsettelsesmodellen krever det, utarbeider jeg også fullstendig budsjett for årene 2015.

Utarbeidelse av avkastningskrav

For å kunne beregne et verdiesmat på bakgrunn av de resultat og kontantstrømmer jeg kom frem til i forrige kapittel, må jeg utarbeide avkastningskrav som kan anvendes til neddiskontering av fremtidige verdier. Verdsettelsesmodellen jeg skal bruke i neste kapittel er basert på kontantstrømmer til egenkapital etter skatt, noe som innebærer at jeg må utarbeide et fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt. I budsjetteringen forutsatte jeg at det ikke eksisterer merverdi knyttet til minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Da er rentabiliteten til disse kapitalene lik avkastningskravet, og jeg må derfor også utarbeide krav til finansielle eiendeler, finansiell gjeld, og til minoritetsinteresser.

Krav til egenkapitalen – kapitalverdimodellen (CAPM)⁶⁴

En vanlig modell for å beregne avkastningskrav til egenkapital i praksis, er kapitalverdimodellen. Denne beregner avkastningskravet til egenkapitalen ved å summere risikofri rente og en premie for systematisk risiko. Premien for den systematiske risikoen beregnes som betaverdien til selskapets aksje multiplisert med markedets risikopremie.

$$k_{EK} = r_f + \beta \times [E(r_m) - r_f]$$

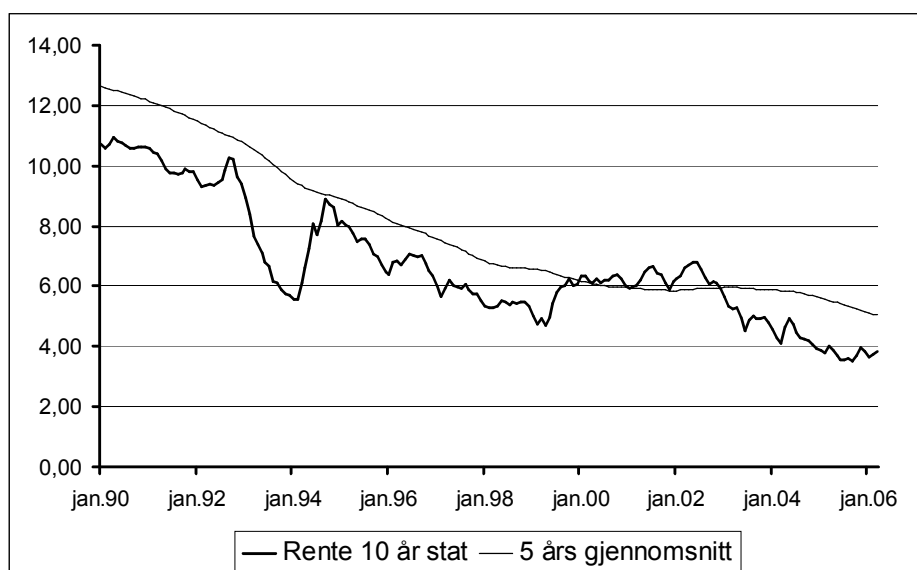
Kapitalverdimodellen bygger på forutsetninger om fravær av transaksjonskostnader, ingen asymmetrisk informasjon, at investor kan låne og plassere fritt til risikofri rente, og at investor er veldiversifisert. Disse forutsetningene utgjør en forenkling av virkeligheten, men modellen er allikevel det beste utgangspunktet jeg har for å estimere egenkapitalkravet. I de følgende avsnitt vil jeg drøfte mine valg av fremtidig risikofri rente, fremoverskuende betaverdi til Pan Fish og markedets forventede risikopremie.

⁶⁴ Sættem, FIE400

Risikofri rente

En risikofri rente er den avkastningen man kan forvente å få på en helt risikofri plassering. For å estimere den risikofrie renten i 2006 tar jeg utgangspunkt i 3-måneders effektiv Nibor-rente (Norwegian Interbank Offered Rate). Dette er renten som norske banker er villige til å låne hverandre penger for med 3 måneders løpetid. 3-måneders Nibor den 31. desember 2005 var 2,61 prosent⁶⁵. Siden denne bare er tilnærmet risikofri og oppgitt før skatt, trekker jeg fra en risikopremie på ti prosent og skatt på 28 prosent. Dette gir risikofri rente etter skatt i 2006 på 1,70 prosent.

For å predikere fremtidige risikofrie rentesatser, vil jeg ta utgangspunkt i renten på 10-årige norske statsobligasjoner. Denne renten er tilnærmet risikofri, men inneholder en likviditetspremie som utsteder krever, på grunn av lang tid før lånet skal betales tilbake. Figur 5.1.3.7 viser utviklingen i rente på 10-årige norske statsobligasjoner, samt fem års glidende gjennomsnitt av denne.



Figur 5.1.3.7: Rente på 10-årige statsobligasjoner⁶⁶

For å gjøre estimatet på risikofri rente fremoverskuende, tar jeg utgangspunkt i det sist kalkulerede femårige gjennomsnittet. For mars 2006 var dette gjennomsnittet 5,04 prosent. For

⁶⁵ Norges Bank, www.norges-bank.no

⁶⁶ Norges Bank, www.norges-bank.no

å kunne bruke dette som et estimat på risikofri rente om ti år, må jeg anslå, og trekke fra den nevnte likviditetspremien. Her bruker jeg sjønn, og antar at denne er 0,30 prosent. Fratrullet en skattesats på 28 prosent blir estimatet på risikofri rente i 2016 (om ti år) på 3,41 prosent. Jeg forutsetter lineær utvikling i den risikofrie renten de neste ti år, og får dermed en risikofri rente lik 3,10 prosent på horisonten, og følgende estimat på risikofri rente etter skatt i budsjettperioden:

	2006	2007	2008	...	2012	2013	2014	2015
= Risikofrirente e. skatt	0,017	0,018	0,020	...	0,027	0,029	0,031	0,031

Markedets risikopremie

Som fremoverskuende risikopremie til markedet vil det beste estimatet være å bruke et langsiktig gjennomsnitt av risikopremien på Oslo Børs. Dette vil ikke være påvirket av kortsiktige fluktasjoner i markedsavkastningen. En empirisk studie av årlig risikopremie på Oslo Børs i perioden fra 1958 til 2005, viser en gjennomsnittlig årlig risikopremie på 6,50 prosent etter skatt (når vi fjerner de ti høyeste og laveste observasjonene).⁶⁷ Dette vil jeg bruke som estimat på risikopremie i budsjettperioden, og på horisonten.

Betaverdien til Pan Fish-aksjen

Betaverdien til en aksje er et mål på hvordan avkastningen til aksjen samvarierer med avkastningen til markedet, med andre ord eksponering for systematisk risiko. Betaen kan estimeres ved hjelp av regresjonsanalyse, basert på logaritmisk avkastning til aksjen og markedet, der den avhengige variabelen er aksjens avkastning, mens den forklarende variabelen er markedets avkastning. Jeg har estimert betaen til Pan Fish aksjen ved bruk av regresjonsanalyse på 60 månedlige observasjoner av logaritmiske avkastningsdata for Pan Fish aksjen og OSEBX-indeksen frem til 31.12.2005. Resultatet av regresjonsanalysen er vedlagt i appendiks F.

Regresjonsbetaen til Pan Fish er 1,064. Estimatet på betaverdien kan ofte bli bedre dersom vi justerer det mot 1,000 som er gjennomsnittsbetaen i markedet. Bloomberg-justering er en slik justering, der regresjonsbetaen blir vektet med 2/3, og gjennomsnittsbetaen med 1/3.⁶⁸

⁶⁷ Knivsflå, BUS425

⁶⁸ Östberg, FIE402

Justert estimat på betaverdien for analyseperioden blir dermed 1,042. Et betaestimert nær 1,0 kan være fornuftig ved langsiktig budsjettering, da dette stemmer overens med teorien om tilbakevending til gjennomsnittet over tid (mean reversion).⁶⁹ Jeg velger derfor å benytte den Bloomberg-justerte regresjonsbetaen som estimat på fremoverskuende beta per utgangen av 2005.

Egenkapitalbetaen det enkelte år i budsjettperioden avhenger imidlertid av budsjettert kapitalstruktur. Jeg beregner derfor selskapsbetaen til Pan Fish ved utgangen av 2005, og anvender Miller og Modiglianis proposisjon 1, til å argumentere for at selskapsbetaen blir uendret over budsjettperioden. Selskapsbetaen er en vektet sum av egenkapitalbetaen, minoritetsbetaen og betaen til netto finansiell gjeld (jf. figur 5.1.2.2). Jeg benytter en vektstangformel for å finne selskapsbetaen.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} \times \frac{EK}{NDK} + \beta_{MI} \times \frac{MI}{NDK} + \beta_{NFG} \times \frac{NFG}{NDK}$$

Miller og Modiglianis proposisjon 1 sier at verdien av et selskap er uavhengig av hvordan det er finansiert.⁷⁰ Følgelig er verdien av netto driftskapital, og dermed også selskapsbetaen, uavhengig av finansieringen, og denne vil dermed ikke endre seg i perioden. Jeg forutsetter at beta til netto finansiell gjeld er null (systematisk risiko knyttet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler opphever hverandre), og at betaen til minoritetsinteressene er lik egenkapitalbetaen (fordi minoritetene er utsatt for tilnærmet samme systematiske risiko som majoriteten). Jeg får da følgende selskapsbeta og tilhørende egenkapitalbeta over budsjettperioden:

Beta til netto driftskapital	2005 UB	2006	2007	...	2012	2013	2014	2015
Egenkapitalbeta	1,042	1,042	0,967		1,120	1,064	1,014	0,967
* Egenkapitalandel	0,506	0,506	0,545		0,467	0,491	0,516	0,540
+ Minoritetsbeta	1,042	1,042	0,967		1,120	1,064	1,014	0,967
* Minoritetsandel	0,004	0,004	0,005		0,009	0,009	0,010	0,010
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,000
* Netto finansiell gjeldsdel	0,489	0,489	0,450		0,525	0,500	0,475	0,450
= Netto dritttsbeta	0,532	0,532	0,532	...	0,532	0,532	0,532	0,532

⁶⁹ Knivsflå, BUS425

⁷⁰ Gjerde, BUS422

Ved å bruke vektstangformelen for å beregne selskapsbeta og egenkapitalbeta gjør jeg imidlertid en feil som jeg foreløpig er nødt til å gjøre. For å kunne bruke denne formelen riktig må jeg ha virkelige verdier på vektene (jeg bruker estimerte bokførte verdier fra fremtidsregnskapet). Jeg kan imidlertid ikke bruke virkelig verdi før jeg har estimert denne. Jeg vil korrigere denne feilen i kapittel 5.1.5, etter at jeg har utarbeidet et første verdiestimat på Pan Fish.

Det er også verdt å merke seg at det å anvende Miller og Modiglianis proposisjon er noe urealistisk, da det ikke tar hensyn til faktorer som den skattereduserende effekten av gjeld, og at konkurssannsynligheten til selskapet vil øke med økende gjeldsgrad.⁷¹

De foreløpige avkastningskravene til egenkapitalen blir:

Egenkapitalkravet	2006	2007	2008	2009	...	2012	2013	2014	2015
Risikofri rente e. skatt	0,017	0,018	0,020	0,022		0,027	0,029	0,031	0,031
+ Egenkapitalbeta	1,042	0,967	0,819	0,912		1,120	1,064	1,014	0,967
X Risikopremie e. skatt	0,065	0,065	0,065	0,065		0,065	0,065	0,065	0,065
= Egenkapitalkrav	0,084	0,081	0,073	0,081		0,100	0,098	0,097	0,094

Justering for utbytteskatt

Fra og med 2006 innførte norske myndigheter skatt på aksjeutbytte til private aksjonærer. Denne skatten må man ta hensyn til ved verdsetting. Dette kan man gjøre enten ved å justere kontantstrømmen (utbytte), eller justere avkastningskravet.⁷²

Ved justering av kontantstrømmen multipliserer man kontantstrømmen med en justeringsfaktor som er én minus skattesatsen ($1-\tau$). Tilsvarende justering i avkastningskravet blir dermed å dividere avkastningskravet med denne justeringsfaktoren. Beregningene nedenfor viser dette, med utgangspunkt i verdsetting ved bruk av en enkel modell basert på konstant årlig utbytte i all fremtid (Gordons formel uten vekst).

$$P = \frac{Utbytte \times (1 - \tau)}{ekk} \Rightarrow P = \frac{Utbytte}{ekk / (1 - \tau)}$$

⁷¹ Gjerde, BUS422

⁷² Knivsfå, BUS425

Jeg velger å foreta justeringen for utbytteskatt i avkastningskravet. For å gjøre denne justeringen må jeg bruke en effektiv utbytteskattesats, τ . Utgangspunktet er den marginale skattesatsen for private investorer, siden utbytteskatten ikke gjelder for selskaper som eier aksjer. Størstedelen av aksjonærene i Pan Fish er imidlertid ikke private investorer, noe som gjør at gjennomsnittlig vil utbytteskatten for den enkelte aksjonær være langt lavere. De private aksjonærene får også et lite skjermingsfradrag på skattesatsen, lik risikofri rente. Det er i tillegg rimelig å anta at store private aksjonærer har tilpasset seg denne skattereformen (gjennom å etablere personlige aksjeselskaper etc.) i forkant av tiltredelsen, slik at den effektive skattesatsen det første året for den gjennomsnittlige aksjonær i Pan Fish blir tilnærmet lik 0. Det er også rimelig å anta at effekten av denne skattetilpasningen vil avta på lengre sikt. Jeg forutsetter derfor at τ vil øke lineært til tre prosent ved budsjettthorisonen, og kan dermed utarbeide justerte avkastningskrav til egenkapitalen.

Egenkapitalkrav	2006	2007	2008	2009	...	2012	2013	2014	2015
Egenkapitalkrav	0,084	0,081	0,073	0,081		0,100	0,098	0,097	0,094
/ Justeringsfaktor	1,000	0,996	0,993	0,989		0,978	0,974	0,970	0,970
= Justert ekk	0,084	0,082	0,074	0,082		0,102	0,101	0,100	0,096

Minoritetskrav

Minoritetenes avkastningskrav kan også beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen. Tidligere har jeg forutsatt at minoritetsbetaen er lik egenkapitalbetaen. For å ta hensyn til at minoritetsinteressenes eierandeler i konsernet er mindre omsettelige enn aksjonærenes eierandeler i morselskapet (minoritetsinteresser er eierandeler i datterselskaper), bør man legge til en premie for illikviditet i minoritetsinteressenes krav.⁷³ Jeg velger å bruke en likviditetspremie på to prosent. Man må også justere minoritetskravet for utbytteskatt.

Minoritetskrav	2006	2007	2008	2009	...	2012	2013	2014	2015
Egenkapitalkrav	0,084	0,081	0,073	0,081		0,100	0,098	0,097	0,094
+ likviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020		0,020	0,020	0,020	0,020
/ Just. for utbytteskatt	1,000	0,996	0,993	0,989		0,978	0,974	0,970	0,970
= Minoritetskrav, mik	0,104	0,102	0,094	0,102		0,123	0,121	0,120	0,117

⁷³ Knivsfå, BUS425

Krav til finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler kan deles i kontanter (KON), finansielle fordringer (FOR) og investeringer i aksjemarkedet (INV). Det er naturlig å sette avkastningskravet til kontanter lik risikofri rente.

$$k_{KON} = r_f$$

Når det gjelder finansielle fordringer, er det rimelig å anta at Pan Fish i tillegg til risikofri rente vil kreve en risikopremie. For å beregne denne risikopremien antar jeg at selskapene som skal betale fordringene har en kredittvurdering som er lik gjennomsnittet på Oslo Børs (syntetisk rating = BB/BBB), og dermed bør fordringskravet inneholde en risikopremie på 40 prosent av risikofri rente⁷⁴.

$$k_{FOR} = r_f + 0,4 \times r_f$$

Jeg antar videre at investeringene er diversifiserte og plassert i aksjemarkedet, og at kravet til avkastning på disse derfor bør være markedsavkastningen.

$$k_{INV} = r_m$$

Jeg kan dermed beregne avkastningskravet til finansielle eiendeler som en vektet sum av kontantkrav, finansielt fordringskrav og investeringskrav.

$$k_{FE} = k_{KON} \times \frac{KON}{FE} + k_{FOR} \times \frac{FOR}{FE} + k_{INV} \times \frac{INV}{FE}$$

Vektene er basert på antakelse om at vektene i 2005 lineært vil vende tilbake til gjennomsnittsvektene fra regnskapsanalyseperioden frem til horisonten i 2014.

Krav til fin. eiendeler	2006	2007	2008	...	2012	2013	2014	2015
Kontantkrav	0,017	0,018	0,020		0,027	0,029	0,031	0,031
* Kontantvekt	0,976	0,941	0,907		0,769	0,734	0,700	0,700
+ Finansielt fordringskrav	0,023	0,026	0,028		0,038	0,040	0,043	0,043
* Finansielt fordringsvekt	0,000	0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav	0,082	0,083	0,085		0,092	0,094	0,096	0,096
* Investeringsvekt	0,024	0,059	0,093		0,231	0,266	0,300	0,300
= Krav til fin. eiendeler, fek	0,018	0,022	0,026		0,042	0,046	0,050	0,050

⁷⁴ Knivsfå, BUS425

Krav til finansiell gjeld

Kravet til finansiell gjeld blir utarbeidet av kredittinstitusjonene som låner ut penger til selskapet. Pan Fish har i forbindelse med oppkjøpet av Marine Harvest inngått en avtale med bankene DnBNOR, Rabobank og ABN Amro om refinansiering av all rentebærende gjeld, både i Marine Harvest, og i det opprinnelige Pan Fish konsernet. Jeg vil ta utgangspunkt i lånebetingelsene for denne avtalen når jeg fastsetter avkastningskravet til finansiell gjeld. Renten på dette lånet avhenger av risikofri rente pluss en kredittrisikopremie (krp) i form av en rentemargin.⁷⁵

$$k_{FG} = r_f + krp$$

Rentemarginen vil variere mellom 0,6 prosent og et maksimum på 1,5 prosent avhengig av selskapets finansielle gearing, med andre ord hvor stor den finansielle gjelden er i forhold til egenkapitalen i selskapet. I steg 4 under budsjetteringen argumenterte jeg for hvordan jeg antok at selskapets gjeldsdel vil utvikle seg over budsjettthorisonen. Med utgangspunkt i dette kan jeg anslå hvordan rentemarginen vil utvikle seg.

Pan Fish uttalte under presentasjonen av resultatene for første kvartal 2006 den 31. mai at rentemarginen da lå på 1,0 prosent, men forventet at den snarlig ville reduseres grunnet gode resultater. Jeg legger derfor til grunn en gjennomsnittlig rentemargin på 0,9 prosent i 2006, og antar at den vil variere med gjeldsdelen over budsjettthorisonen slik:

		1	2	M	T
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,500	0,400	0,600	0,500
Rentemargin	krp	0,009	0,008	0,012	0,010

Dermed blir forventet krav til finansiell gjeld over budsjettperioden:

Krav til finansiell gjeld	2006	2007	2008	2009	...	2012	2013	2014	2015
Risikofri rente e. skatt	0,017	0,018	0,020	0,022		0,027	0,029	0,031	0,031
+ Rentemargin	0,009	0,008	0,009	0,011		0,011	0,011	0,010	0,010
= Krav til fin. gjeld, fgk	0,026	0,026	0,029	0,033		0,038	0,039	0,041	0,041

⁷⁵ Pan Fish, Prospekt 5.5.2006

5.1.4 Foreløpig verdiestimat på det opprinnelige Pan Fish konsernet

I kapittel 4.3 presenterte jeg Fri kontantstrøm-modellen for verdsettelse av egenkapital basert på fremtidige kontantstrømmer. På bakgrunn av de kontantstrømmer og avkastningskrav jeg har utarbeidet gjennom de siste to kapitlene, kan jeg ved hjelp av denne modellen finne et foreløpig verdiestimat på det opprinnelige Pan Fish. Fri kontantstrøm til egenkapital tilsvarer netto betalt utbytte (NBU). I Figur 5.1.4.1 viser jeg hvordan jeg har kommet frem til verdiestimatet på Pan Fish per 31. desember 2005. Alle beløp er i millioner kroner.

FKE-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	...	2013	2014	2015
Fri kontantstrøm til EK		752	446	1 296	1 418		872	888	1 049
/ Diskonteringsfaktor		1,084	1,173	1,260	1,363		1,994	2,192	0,102
= Nåverdi		693	380	1 029	1 040		437	405	
= Nåverdi 2006 - 2013	5 892								
+ NV(Horisontverdi)	10 307								
= Verdien til EK	16 199								

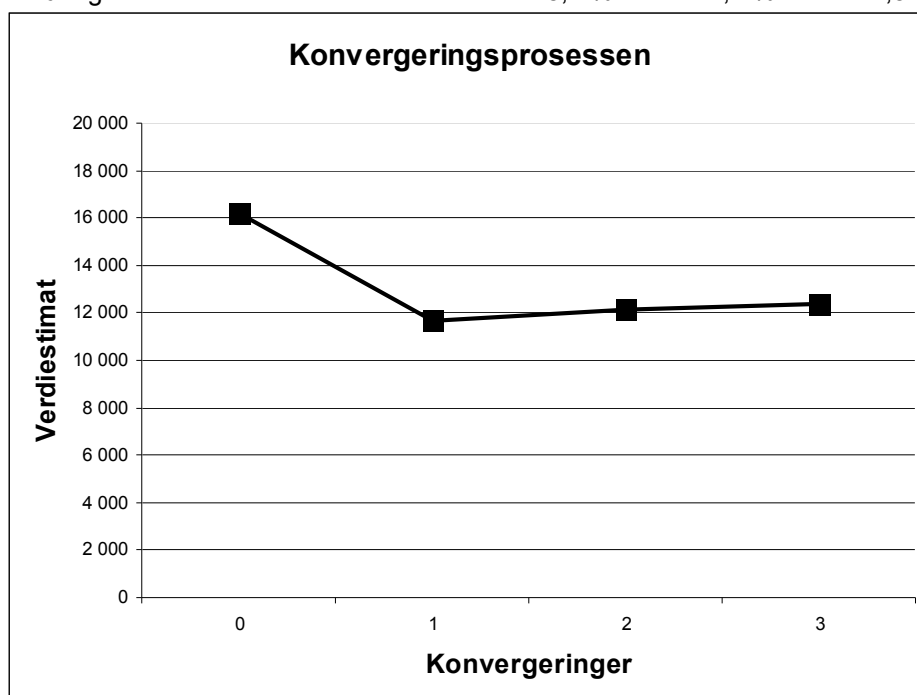
Figur 5.1.4.1: Verdsettelse av Pan Fish gjennom Fri kontantstrøm-modellen

5.1.5 Forbedring av verdiestimatet

I utarbeidelsen av avkastningskravet til egenkapitalen måtte jeg gjøre en feil som jeg nå kan rette opp. I vektstangformelen for beregning av selskapsbetaen til Pan Fish anvendte jeg bokført verdi på vektene, av den grunn at virkelige verdier ikke var tilgjengelige. Når jeg nå har beregnet et foreløpig estimat på virkelig verdi av egenkapitalen i Pan Fish kan jeg benytte denne verdien som utgangspunkt til å beregne vekter til denne formelen basert på virkelig verdi. Jeg har tidlige antatt at minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld er bokført til virkelig verdi (ingen merverdi), og har derfor nå virkelig verdi på alle vektene. Når jeg oppdaterer formelen med estimerte virkelige verdier kommer jeg frem til nye avkastningskrav til egenkapitalen, og kan dermed beregne et nytt verdiestimat (andre verdiestimat) basert på disse avkastningskravene.

Med utgangspunkt i andre verdiestimat, kan man gjøre samme prosessen om igjen flere ganger for å forbedre verdiestimatet ytterligere. Prosessen kalles konvergering⁷⁶, og er svært tidkrevende, da man må beregne nytt fremtidsregnskap for hvert steg. Dette blant annet fordi minoritetsresultatet avhenger av minoritetskravet, som igjen avhenger av egenkapitalkravet, som endres for hvert steg. Jeg foretok tre konvergeringer av verdiestimatet på Pan Fish. Figur 5.1.5.1 viser hvordan verdiestimatet gradvis endret seg for hver konvergering.

Konvergering	0	1	2	3
Verdiestimat Pan Fish	16 199	11 654	12 170	12 357
Endring		-28,1 %	4,4 %	1,5 %



Figur 5.1.5.1: Konvergering av verdiestimatet

Etter konvergering, er de endelige avkastningskravene over budsjetthorisonten:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ekk	0,084	0,086	0,088	0,092	0,096	0,099	0,100	0,101	0,102	0,102
mik	0,104	0,106	0,108	0,112	0,117	0,119	0,120	0,121	0,123	0,122
fgk	0,026	0,026	0,029	0,033	0,036	0,037	0,038	0,039	0,041	0,041
fek	0,018	0,022	0,026	0,030	0,034	0,038	0,042	0,046	0,050	0,050

⁷⁶ Knivsflå, BUS425

5.1.6 Endelig verdiestimat på det opprinnelige Pan Fish konsernet

Ved bruk av Fri kontantstrøm-modellen og de endelige avkastningskravene jeg kom frem til i forrige kapittel kan jeg beregne det endelige verdiestimatet på det opprinnelige Pan Fish konsernet per 31. desember 2005. Beregningen fremgår av figur 5.1.6.1.

FKE-modellen	2005	2006	2007	2008	...	2012	2013	2014	2015
Fri kontantstrøm til EK		752	446	1 296		850	872	888	1 049
/ Diskonteringsfaktor		1,084	1,178	1,281		1,854	2,041	2,249	0,159
= Nåverdi		693	379	1 012		459	427	395	
= Nåverdi 2006 - 2013	5 776								
+ Horisontverdi	6 581								
= Verdien til EK	12 357								

Figur 5.1.6.1: Verdsettelse av Pan Fish gjennom Fri kontantstrøm-modellen (mill. kroner)

Det endelige verdiestimatet på det opprinnelige Pan Fish er 12,4 milliarder kroner per 31. desember 2005.

5.2 Komparativ verdsettelse av Fjord Seafood og Marine Harvest.

Rammeverket for komparativ verdsettelse ble presentert i kapittel 4.4.

5.2.1 Valg av modell

Jeg ønsker å benytte børsverdien på sammenlignbare selskaper på Oslo Børs for å verdsette selskapene Fjord Seafood og Marine Harvest. For å ta hensyn til forskjeller i finansieringen av de to selskapene, og de komparative selskapene, benytter jeg selskapskapitalmetoden. Dette innebærer at jeg verdsetter selskapskapitalen (netto driftskapital) i selskapene, og deretter trekker fra verdien av minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld for å finne verdien av egenkapitalen.

$$\text{Verdien av EK} = \text{Verdien av NDK} - (\text{Verdien av MI} + \text{Verdien av NFG})$$

Jeg skal med andre ord verdsette netto driftskapitalen, for indirekte å finne verdien av egenkapitalen. Basis for den komparative verdsettelsen er derfor den bokførte netto

driftskapitalen i selskapene per 31. desember 2005. Modellen er en Pris/Bok-modell, der multiplikatoren er Pris/Bok-forholdet i sammenlignbare selskaper.

5.2.2 Valg av komparative selskaper

Et naturlig valg av sammenlignbare selskaper er de selskapene jeg brukte som komparativ bransje i regnskapsanalysen, med et unntak: Pan Fish har gjennomgått så store endringer hittil i år at selskapet ikke er sammenlignbart med de andre selskapene når jeg bruker selskapskapital den 31. desember 2005 som basis i modellen. Marine Harvest kan ikke brukes som komparativt selskap, da selskapet ikke er børsnotert, og vi derfor ikke kan finne en omsettelig verdi på selskapet. Den komparative bransjen består derfor av Cermaq, Lerøy Seafood, og Fjord Seafood.

5.2.3 Beregning av multiplikator

Jeg ønsker å beregne verdien av selskapene per 31. mai 2006 på basis av bokført kapital den 31. desember 2005. Jeg må derfor beregne en multiplikator som er gjennomsnittlig Pris/Bok-forhold for de tre komparative selskapene, der "Pris" er børsverdien av selskapene den 31. mai 2006, og "Bok" er den bokførte verdien av selskapene den 31. desember 2005. Jeg forutsatte under den fundamentale verdsettelsen av Pan Fish at det ikke var merverdi knyttet til minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Jeg tar samme forutsetning for minoritetsinteresser og gjeld i de komparative selskapene og Marine Harvest. For å finne den virkelige verdien av disse per 31. mai 2006 må jeg imidlertid fremskrive den virkelige verdien fra 31. desember 2005 med 5 måneder. Ved å fremskrive minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld med henholdsvis avkastningskravet til minoritetsinteresser og avkastningskravet til netto finansiell gjeld (bruker avkastningskravene til Pan Fish, da jeg ikke har beregnet disse for det enkelte selskap), finner jeg et estimat på den virkelige verdien per 31. mai 2006. Figur 5.2.2.1 viser beregningen av multiplikatoren.

Komparativ verdsetting	Dato	Cermaq	Fjord seafood	Lerøy Seafood
Bokført verdi på EK	31.12.2005	3 522 100	2 174 316	1 269 241
+ Bokført/virkelig verdi MI	31.12.2005	400	1 784	6 705
+ Bokført/virkelig verdi NFG	31.12.2005	1 382 581	1 346 692	550 152
= Bokført verdi på NDK	31.12.2005	4 905 081	3 522 792	1 826 098
Pris per aksje	31.5.2006	88,25	8,34	115
* Antall aksjer	31.5.2006	92 500	589 786	42 777
= Børsverdi EK	31.5.2006	8 163 125	4 918 813	4 919 397
+ Bokført/virkelig verdi MI	31.5.2006	417	1 859	6 988
+ Bokført/virkelig verdi NFG	31.5.2006	1 399 616	1 363 284	556 930
= Verdiestimat NDK	31.5.2006	9 563 158	6 283 956	5 483 316
=> P/B forhold NDK	31.5/31.12	1,950	1,784	3,003
=> Multiplikator	31.5/31.12	2,245		

Figur 5.2.2.1 Beregning av multiplikator

5.2.4 Verdiestimat på Fjord Seafood og Marine Harvest

Med utgangspunkt i multiplikatoren og omgrupperte balanseverdier for selskapene Fjord Seafood og Marine Harvest, kan jeg nå verdsette de to selskapene, slik det fremgår av figur 5.2.2.2.

Komparativ verdsetting	Dato	Marine Harvest	Fjord seafood
Bokført verdi på EK	31.12.2005	4 995 773	2 174 316
+ Bokført/virkelig verdi MI	31.12.2005	14 337	1 784
+ Bokført/virkelig verdi NFG	31.12.2005	1 314 258	1 346 692
= Bokført verdi på NDK	31.12.2005	6 324 369	3 522 792
* Multiplikator	31.12 / 31.5	2,245	2,245
=> Verdiestimat NDK	31.5.2006	14 200 723	7 910 069
- Bokført/virkelig verdi MI	31.5.2006	14 943	1 859
- Bokført/virkelig verdi NFG	31.5.2006	1 330 451	1 363 284
= Verdiestimat EK	31.5.2006	12 855 329	6 544 926

Figur 5.2.2.2: Komparativ verdsetting av Marine Harvest og Fjord Seafood (tusen kroner)

Den estimerte verdien av egenkapitalen i Marine Harvest og Fjord Seafood er henholdsvis 12,6 og 6,5 milliarder kroner.

5.2.5 Svakheter ved de komparative verdiestimatene

En svakhet ved denne formen for verdsettelse er at den indirekte forutsetter at selskapene er tilnærmet like, og den tar dermed ikke hensyn til forskjeller i selskapene. Det kan allikevel argumenteres for at denne forutsetningen i stor grad holder. Selv om de tre selskapene har sine forskjeller, er kjernevirksomheten den samme; lakseoppdrett.

En annen svakhet er at multiplikatoren er basert på børskurser fra én gitt dato. De komparative selskapene har variert relativt mye i verdi på Oslo Børs denne våren. Dermed kan verdiestimatene bli påvirket av stemningen i markedet på den gitte datoen. I analysen av usikkerhet i verdiestimatet skal jeg analysere hvor stor mye svingningene i disse børskursene påvirker usikkerheten i det endelige verdiestimatet på det nye Pan Fish konsernet.

En siste faktor som er verdt å kommentere er at jeg anvender de avkastningskrav jeg har beregnet for Pan Fish til fremskriving av verdiene av minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Det er imidlertid rimelig å anta at disse er tilnærmet like hva kravene ville vært for det enkelte selskap dersom jeg hadde beregnet disse.

5.3 Samlet verdsettelse av det nye Pan Fish konsernet.

I de foregående kapitlene har jeg beregnet verdiestimat for de enkelte selskapene som inngår i det nye Pan Fish konsernet. Jeg er nå klar til å samle trådene og presentere et samlet verdiestimat for Pan Fish konsernet slik det fremstår 31. mai 2005.

5.3.1 Komponenter i det samlede verdiestimatet

Verdiestimater på Pan Fish, Fjord Seafood og Marine Harvest per 31. mai 2006

Det endelige verdiestimatet skal inneholde hele verdien av det opprinnelige Pan Fish. Det estimatet jeg kom frem til i kapittel 5.1 er imidlertid et estimat per utgangen av 2005. Denne verdien må derfor fremskrives til 31. mai. Dette gjør jeg ved å benytte avkastningskravet til egenkapitalen for 2006. Verdiestimatene på Marine Harvest og Fjord Seafood er per 31. mai 2006.

Opptak av ny gjeld

Ved oppkjøpet av Marine Harvest tok Pan Fish konsernet opp ny gjeld på 550 millioner euro for å finansiere deler av kjøpet (tilsvarende 4389 millioner norske kroner, ved en kurs på 7,98 NOK/Euro). Verdien av denne gjelden må trekkes fra verdien av Marine Harvest, for å finne den andelen som tilfaller aksjonærene. Gjelden ble tatt opp i slutten av mars, så verdien må fremskrives to måneder. Jeg anvender avkastningskrav til finansiell gjeld for Pan Fish til denne fremskrivingen. Resten av kjøpet ble finansiert av egenkapitalemisjoner, som jeg vil kommentere senere.⁷⁷

Eierandel i Fjord Seafood

Når det gjelder Fjord Seafood har Pan Fish konsernets eierandel endret seg nærmest kontinuerlig i perioden fra 8. mars til 31.mai 2006. Og den vil også fortsette å endre seg etter denne datoen. Pan Fish har lagt inn et pliktig tilbud om å kjøpe aksjene til gjenværende aksjonærer i Fjord Seafood til en kurs på 8,38 kroner per aksje.⁷⁸ Tilbudet gjelder frem til 7. juni 2006. Pan Fish opplyser 31. mai at de eier 67 prosent av aksjene i Fjord Seafood.⁷⁹ Det er derfor denne andelen av verdiestimatet på Fjord Seafood som vil inngå i det samlede verdiestimatet.

Endring i aksjekapital og økt beholdning av finansielle eiendeler som følge av emisjon.

Oppkjøpene av aksjer i Fjord Seafood er i sin helhet finansiert med egenkapitalemisjoner. Sammen med emisjonene knyttet til oppkjøpet av Marine Harvest representerer disse store endringer i aksjekapitalen i konsernet i 2006. Figur 5.3.1.1 viser de endringer som er foretatt frem til 31.mai 2006. I tillegg til disse var det også tilrettelagt for en mindre emisjon som ikke var gjennomført per 31. mai.

⁷⁷ Pan Fish, Prospekt 5.5.2006

⁷⁸ Pan Fish, Børsmelding 10.5.2006

⁷⁹ Pan Fish, Presentasjon av Q1 2006

Kapitalendringer 2006	Formål	Antall (tusen)
Utestående aksjer 31.12.2005		1 383 456
Rettet emisjon (Geveran)	Kjøp 25,7 % Fjord	280 196
Rettet emisjon (I)	Kjøp 14,2 % Fjord	120 000
Rettet emisjon (II)	Oppkjøp Marine	1 250 000
Rettet emisjon (III)	Kjøp 35,1 % Fjord	269 538
Rettet emisjon (IV)	Kjøp 17,7 % Fjord	136 712
Utestående aksjer 31.5.2006		3 439 902

Figur 5.3.1.1: Endringer i aksjekapital Pan Fish 2006.⁸⁰

Rettet emisjon III ble gjennomført 8. mai 2006 med formål å finansiere kjøp av de resterende utestående aksjene i Fjord Seafood (sammen med den nevnte emisjonen som ikke var gjennomført den 31. mai). Emisjonen var mot kontant innbetaling med en tegningskurs på 6,40. Per 31. mai hadde imidlertid Pan Fish ikke benyttet denne kontantinnbetalingen i sin helhet til å kjøpe Fjord Seafood aksjer, noe som innebar at kontantbeholdningen til Pan Fish hadde økt betydelig som følge av denne emisjonen. Per 31. mai hadde Pan Fish brukt midler fra denne emisjonen til å finansiere kjøp av 9,30 prosent av Fjord Seafood. Beregningene i figur 5.3.1.2 og 5.3.1.3 viser hvor mye kontantbeholdningen i Pan Fish hadde økt per 31. mai som følge av denne emisjonen.

Investert i Fjord Seafood etter 10. april	
Økt eierandel i Fjord Seafood	9,30 %
* Totalt antall aksjer i Fjord	589 786
= Antall aksjer kjøpt	54 850
* Tegningspris	8,38
= Investert i Fjord Seafood	459 644

Figur 5.3.1.2: Pan Fish' investeringer i Fjord Seafood mellom 10. april og 31. mai 2006

Rettet emisjon (III)	
Antall Aksjer (PAN) (tusen)	269 538
* Tegningspris	6,40
= Kontantinnbetaling	1 725 041
- Anvendt til å investere i Fjord Seafood per 31. mai	459 644
= Økt kontantbeholdning 31.mai 2006	1 265 398

Figur 5.3.1.3: Økning i kontantbeholdning som følge av rettet emisjon (III) per 31. mai

Verdien av denne økte kontantbeholdningen må inngå i verdiestimatet på Pan Fish per 31. mai 2006. De øvrige gjennomførte emisjoner er i sin helhet anvendt til sitt formål.

⁸⁰ Pan Fish, Prospekt 5.5.2006

5.3.2 Samlet verdiestimat på Pan Fish konsernet per 31. mai 2006

På bakgrunn av drøftelsen i kapittel 5.3.1 blir det samlede verdiestimatet på det nye Pan Fish konsernet per 31.mai 2006 beregnet i figur 5.3.2.1.

Samlet verdiestimat	31.mai.06
Verdiestimat Marine Harvest totalt	12 855 329
- Fremskrevet verdi av opptak gjeld ved oppkjøp	4 407 568
= Verdi av Marine Harvest som tilfaller eierne	8 447 761
+ Fremskrevet verdi av det opprinnelige Pan Fish	12 780 721
+ Verdi av eierandel i Fjord Seafood, 67 %	4 385 100
+ Verdi økte finansielle eiendeler ved emisjon	1 265 398
= Verdiestimat det nye Pan Fish konsernet	26 878 980

Figur 5.3.2.1: Samlet verdiestimat på det nye Pan Fish konsernet (i tusen kroner).

Den samlede verdien av egenkapitalen i det nye Pan Fish konsernet er 26,9 milliarder kroner den 31. mai 2006.

Verdiestimat per aksje

Antall utstedte aksjer i Pan Fish per 31. mai 2006 er som vist i figur 5.3.1.1: 3 439 902 tusen. På bakgrunn av dette kan jeg regne ut verdi per aksje. Jamfør beregningene i figur 5.3.2.2 er verdiestimatet per aksje i Pan Fish 7,81 kroner.

	31.mai.06
Verdiestimat Pan Fish konsernet	26 878 980
/ Antall utestående aksjer	3 439 902
= Verdiestimat per aksje	7,81

Figur 5.3.2.2: Verdiestimat per aksje, 31. mai 2006

Jeg vil drøfte handlestrategier på bakgrunn av dette verdiestimatet i konklusjonen i kapittel 7.

6. Analyse av usikkerhet⁸¹

Verdiestimatet på Pan Fish er et punktestimat basert på forventede verdier av flere budsjett drivere og avkastningskrav. Utviklingen i disse forventede størrelsene er usikre. For å avdekke denne usikkerheten vil jeg foreta en simulering, samt en sensitivitetsanalyse av verdiestimatet for de viktigste inndata.

6.1 Simulering

Simulering er et verktøy for å få frem usikkerheten i verdiestimatet, gjennom å gjøre inndataene til usikre variabler (stokastiske variabler) istedenfor å være punktestimater (forventede verdier). På denne måten får man også frem sannsynlighetsfordelingen til verdiestimatet, rundt det forventede verdiestimatet man har kommet frem til. Jeg har valgt å bruke programvaren Crystal Ball til å simulere beregninger av verdiestimatet på Pan Fish basert på usikre inndata i verdsettelsesmodellen jeg har utviklet i Microsoft Excel. Simuleringsprosessen kan deles i tre steg: Definerings av stokastiske variable, Simulering, og Analyse av resultater.

6.1.1 Definerings av stokastiske variable

I Excel modellen jeg har utviklet for å komme frem til verdiestimatet på Pan Fish har jeg brukt inndata i form av punktestimater på budsjett drivere, forutsetninger for beregninger av avkastningskrav, og børsverdier for beregning av multiplikator. Jeg gjør nå disse punktestimatene usikre, ved å definere dem som stokastiske variable med en gitt sannsynlighetsfordeling. Jeg antar at de ulike variablene i inndata enten er normalfordelte variabler, eller uniformt fordelte variabler. Jeg velger å se bort ifra de budsjett driverne som er knyttet til finansieringen av selskapet (fgd, fed, mid, fer, fgr og mir), siden det er driften, og ikke finansieringen som er den viktigste kilden til verdiskapning.

⁸¹ Knivsflå, BUS425

Uniform sannsynlighetsfordeling – U(verdi1; verdi2)

I den uniforme sannsynlighetsfordelingen er alle verdier mellom to oppgitte grenseverdier, verdi1 og verdi2, like sannsynlige. Den forventede verdien er den som ligger midt mellom de to grenseverdiene.

Normalfordeling – N(Forventet verdi; standardavvik)⁸²

Normalfordelingen er en sannsynlighetsfordeling som er kjent for de fleste. Her oppgir man forventet verdi, som er den mest sannsynlige verdien, og et standardavvik som er et mål på usikkerheten knyttet til den forventede verdien.

Valg av sannsynlighetsfordeling på inndata

Jeg har valgt uniform sannsynlighetsfordeling på de inndata der jeg mener det er sannsynlig at flere verdier samlet tett rundt den forventede verdien kan inntreffe. Jeg har da valgt å sette den øvre og nedre grense for fordelingen lik henholdsvis den forventede verdien pluss og minus 10 prosent. Samtidig har jeg valgt normalfordeling på de variablene der jeg mener den forventede verdien er den mest sannsynlige, og satt standardavviket til 10 prosent. Unntak fra disse handlingsreglene er at jeg har valgt å la netto driftsmargin på horisonten være litt mer usikker (større standardavvik), fordi jeg mener det er ekstra stor usikkerhet knyttet til denne (avhenger av mange faktorer). Når det gjelder børskursen på aksjene som inngår i beregningen av den komparative multiplikatoren, har jeg beregnet standardavvik basert på siste 30 dagers avkastning.⁸³ I figur 6.1.1.1 vises inndata for verdsettelsesmodellen og deres definerte sannsynlighetsfordelinger.

Ideelt sett burde disse sannsynlighetsfordelingene vært basert på deskriptiv statistisk analyse av historisk utvikling i variablene. Dette ga imidlertid ingen mening i mitt tilfelle, da variansen i de historiske budsjettdriverne var for stor.

⁸² Lillestøl, 1997

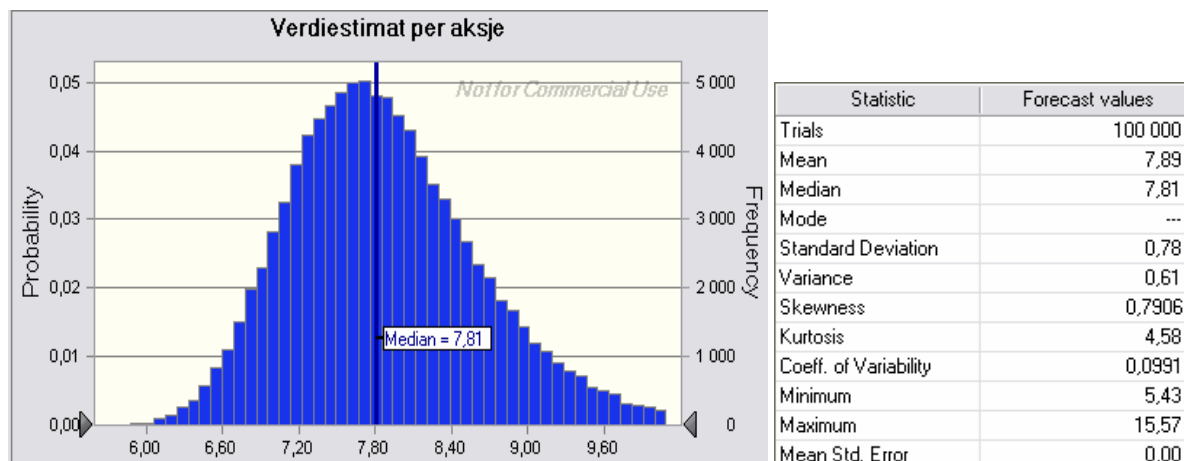
⁸³ Hegnar.no

Inndata	Forventet	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1		
Driftsinntektsvekst	1,000	U[0,900; 1,100]
Netto driftsmargin	0,280	N[0,280; 0,028]
Budsjettpunkt 2		
Driftsinntektsvekst	0,250	N[0,250; 0,025]
Omløpet til NDE	1,300	U[1,170; 1,430]
Netto driftsmargin	0,300	N[0,300; 0,030]
Budsjettpunkt M		
Driftsinntektsvekst	-0,070	N[-0,070; 0,007]
Omløpet til NDE	1,000	U[0,900; 1,100]
Netto driftsmargin	0,180	N[0,180; 0,018]
Horisonten T		
Driftsinntektsvekst	0,050	U[0,045; 0,055]
Omløpet til NDE	1,200	U[1,050; 1,350]
Netto driftsmargin	0,230	N[0,230; 0,040]
Avkastningskrav		
Risikofri rente etter skatt, T	0,047	U[0,043; 0,052]
Markedets risikopremie	0,065	U[0,060; 0,070]
Pan Fish Beta, 2005 UB	1,042	N[1,042; 0,104]
Effektiv utbytteskattesats, T	0,030	U[0,010; 0,050]
Multiplikator		
Børskurs Fjord	8,34	N[8,34; 0,02]
Børskurs Cermaq	88,25	N[88,25; 5,46]
Børskurs Lerøy	115,00	N[115,00; 8,58]

Figur 6.1.1.1: Sannsynlighetsfordeling til de ulike inndata i verdsettelsen.

6.1.2 Simulering

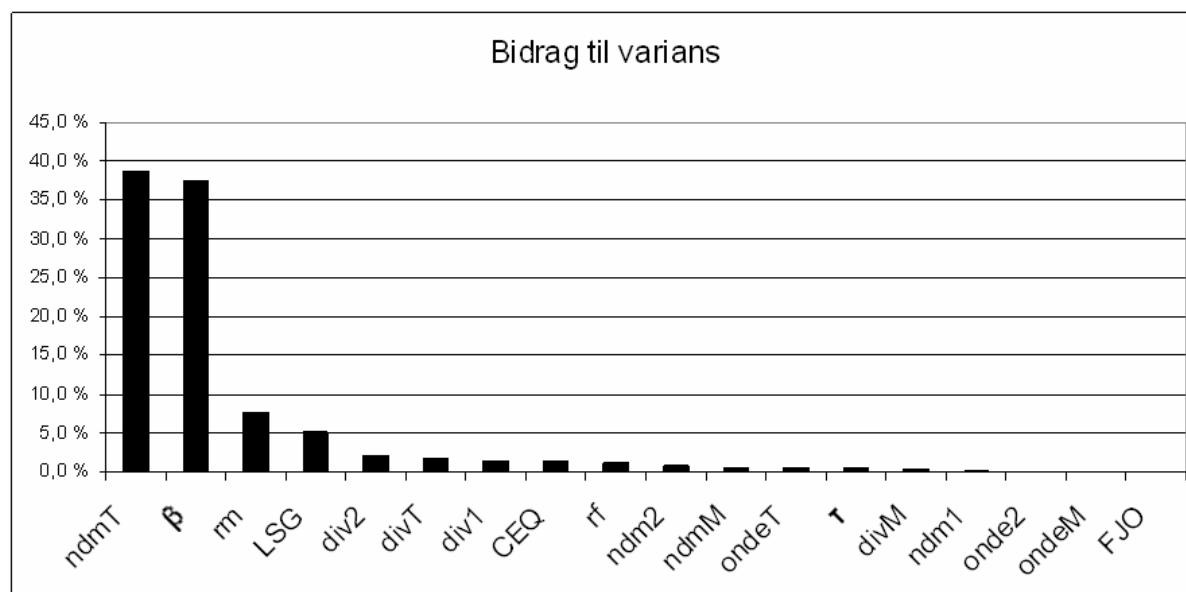
Jeg bruker Crystal Ball til å simulere beregningen av verdiestimatet på Pan Fish 100 000 ganger basert på de stokastiske inndata variablene. Resultatet av simuleringen vises i figur 6.1.2.1 Medianen av de 100 000 verdiestimatene er 7,81 som tilsvarer punkttestimatet fra kapittel 5. Figuren viser også usikkerheten i estimatet. Det beregnede standardavviket (standard deviation) er på 0,78 kroner, 10 prosent av medianen.



Figur 6.1.2.1: Resultat av simulering (Crystal Ball).

6.1.3 Analyse av resultater

Crystal Ball gir også muligheten til å se hvor mye usikkerheten i den enkelte variabelen bidrar til den totale usikkerheten (variansen) i verdiestimatet. Figur 6.1.3.1 viser dette.



Figur 6.1.3.1: Den enkelte variabels bidrag til variansen i verdiestimatet

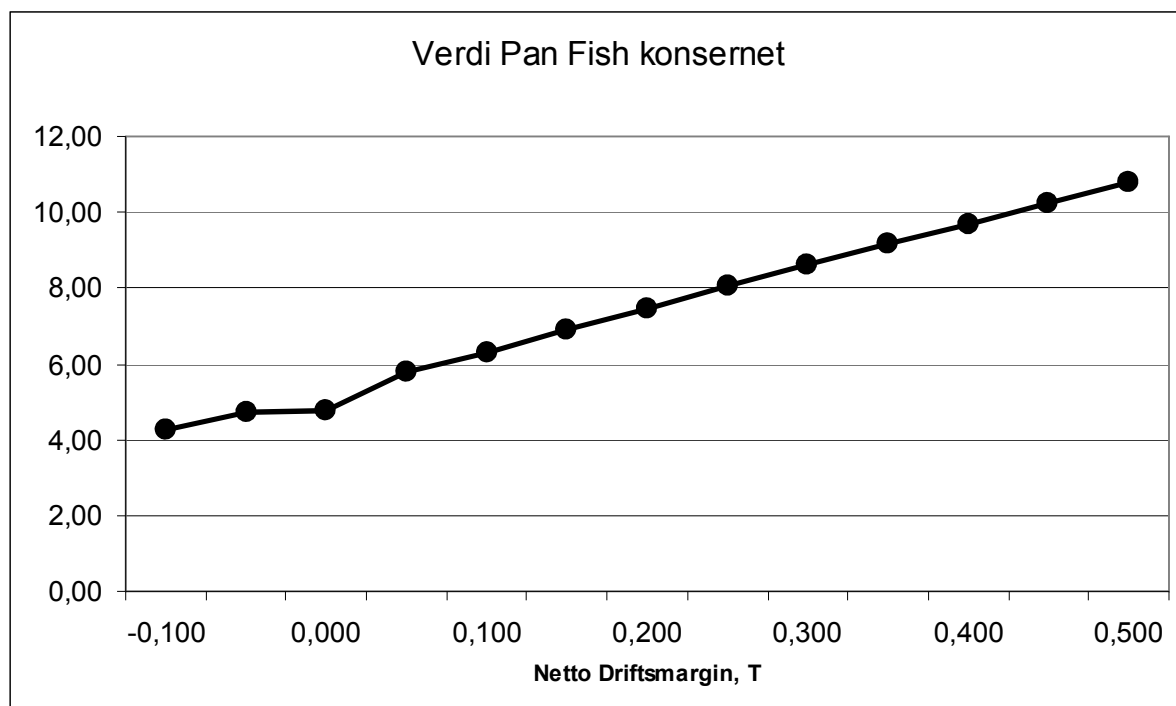
Jeg merker meg at det er særlig to variabler som bidrar mye til usikkerheten i verdiestimatet, netto driftsmargin på horisonten, og den fremoverskuende betaværdien til egenkapitalen. Jeg vil derfor analysere disse variabelenes påvirkning på verdiestimatet ytterligere i sensitivitetsanalysen.

6.2 Sensitivitetsanalyse

Gjennom sensitivitets- eller følsomhetsanalyse kan man avdekke usikkerhet, ved å se hvor store endringer som oppstår i verdiestimatet når man endrer en forutsetning for modellen. Gjennom simulering oppdaget jeg at det særlig var to forutsetninger som var kritiske for verdiestimatet. Jeg vil derfor foreta en følsomhetsanalyse for hver av disse.

6.2.1 Netto driftsmargin på horisonten

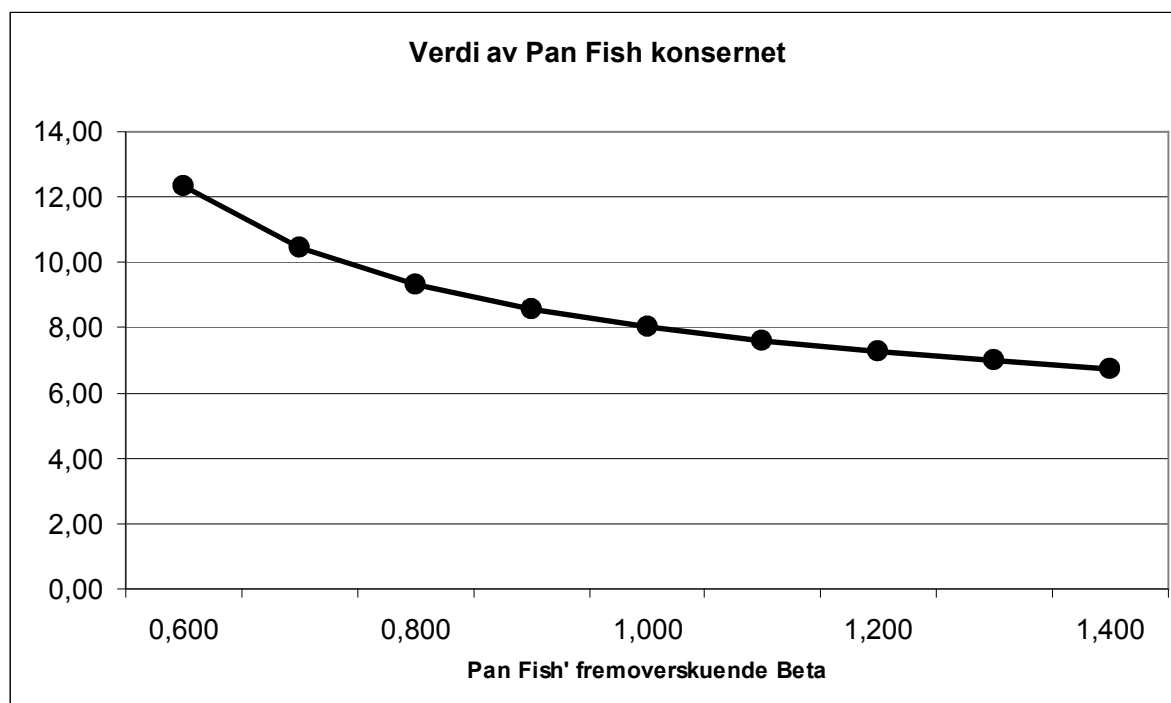
Dette er forutsetningen som sier hvor stort netto driftsresultatet vil være i prosent av driftsinntektene fra og med i 2014 og i all fremtid. Denne er derfor naturligvis svært kritisk for de budsjetterte kontantstrømmene i disse årene. Mitt verdiestimat er basert på en driftsmargin på 0,23. Figur 6.2.1.1 viser hvordan verdiestimatet på Pan Fish avhenger av netto driftsmarginen på horisonten, dersom vi holder alle andre forutsetninger konstante. Verdiestimatet er naturlig økende for økt driftsmargin.



Figur 6.2.1.1: Følsomhetsanalyse av verdiestimatet for ulike verdier av netto driftsmargin på horisonten.

6.2.2 Den fremoverskuende betaverdien til Pan Fish aksjen

Betaverdien til Pan Fish ble drøftet i kapittel 5.1.3. Denne har stor betydning for størrelsen av avkastningskravet over hele perioden, og er dermed svært viktig for verdiestimatet. Jeg har brukt en fremoverskuende beta på 1,042 i utarbeidelsen av verdiestimatet. Figur 6.2.1.2 viser at verdiestimatet er inverst avhengig av endringer i betaverdien. Dette er naturlig, siden større beta gir større avkastningskrav, som igjen medfører et lavere verdiestimat. Her er det verdt å merke seg at endringer i betaestimatet vil gi store utslag på den estimerte verdien til konsernet, og at verdien vil øke relativt mer dersom betaverdien faller, enn den vil falle dersom betaverdien øker.



Figur 6.2.1.2: Følsomhetsanalyse av verdiestimatet for ulike verdier av fremoverskuende beta for Pan Fish.

6.3 Konklusjon av analyse av usikkerhet

Jeg har vist at verdiestimatet har usikkerhet knyttet til seg, og at for ett sett forutsetninger knyttet til sannsynlighetsfordelinger av inndata i verdsettelsesmodellen, har verdiestimatet et standardavvik på 10 prosent.

7. Konklusjon

Jeg har verdsatt Pan Fish til å ha en verdi på 7,81 kroner per aksje den 31. mai 2005. Usikkerheten i estimatet er analysert i kapittel seks.

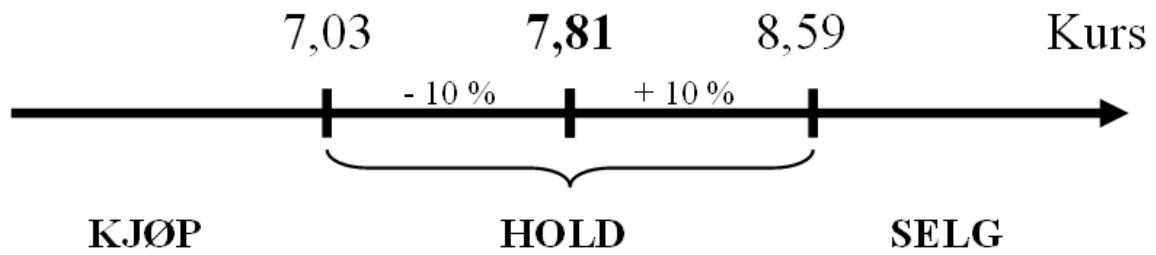
Selv om estimatet er basert på sjønn i visse vurderinger, og inneholder den nevnte usikkerheten, mener jeg det er et godt estimat på verdien av Pan Fish. Estimaten er basert på en grundig analyse av selskapet og bransjen. En svakhet ved det fundamentale verdiestimatet er at jeg har lagt hovedvekt på oppdrettsvirksomheten i Pan Fish i den strategiske analysen, og dermed kan argumenteringen for forventet utvikling i videreforedlingsvirksomheten være noe mangelfull. Svakheter knyttet til de komparative verdiestimatene har jeg drøftet tidligere.

Til sammenligning opererer DnBNOR Markets med et kursmål for Pan Fish aksjen på 8 kroner. Samtidig opererer andre analytikere som Kaupthing, Carnegie og Handelsbanken med kursmål på henholdsvis 7.10, 9, og 10 kroner per 31. mai 2005.⁸⁴ Mitt estimat ser fornuftig (litt nøkternt) ut sammenlignet med disse. Samtidig er det også verdt å merke seg at analytikerne ser ut til å være uenige om verdien av Pan Fish, noe som kan skyldes de store endringene i konsernet.

Fordi usikkerheten i verdiestimatet er forholdsvis stor, bør råd om handlestrategi (salg, kjøp eller hold av aksjen) bygge på et intervall rundt den estimerte verdien, eksempelvis den estimerte verdien pluss/minus ett standardavvik.⁸⁵ Figur 7.1 skisserer dette.

⁸⁴ Hegnar.no

⁸⁵ Knivsflå, BUS425



Figur 7.1: Handlestrategi for ulike børskurser på Pan Fish aksjen.

Til børskurs den 31. mai lik 7,15 vil jeg derfor anbefale **Hold**.

Dersom Pan Fish kjøper resten av de utestående aksjene i Fjord Seafood, og gjennomfører den planlagte emisjonen i løpet av juni, vil verdierestimatet per Pan Fish aksje, alt annet like, være 8,07 per 30. juni 2006.

Litteraturliste

Bøker:

Penman, Stephen H., (2003) "*Financial Statement Analysis and security valuation*", McGrawHill

Hill, C. & Jones, G., (2004) "*Strategic Management – an integrated approach*", Houghton Mifflin, NY

Jakobsen, Erik W og Lien, Lasse B. (2001) "*Ekspansjon – Strategi for forretningsutvikling*" Gyldendal Fakta

Norman, Victor D., (1993) "*Næringsstruktur og utenrikshandel*", Universitetsforlaget

Lillestøl, Jostein, (1997) "*Sannsynlighetsregning og statistikk*", Cappelen Akademisk Forlag

Forelesningsnotater:

Knivslå, Kjell Henry, (2006) Forelesningsnotater i BUS425 – *Regnskapsanalyse og Verdssetting*, NHH

Sættem, Frode, (2005) Forelesningsnotater i FIE400 – *Finansmarkeder*, NHH

Gjerde, Øystein, (2005) Forelesningsnotater i BUS422 – *Investeringsanalyse*, NHH

Östberg, Per, (2006) Forelesningsnotater i FIE402 – *Corporate Finance*, NHH

Rapporter og analyser

Statistisk Sentralbyrå, "*Norsk Fiskeoppdrett 2003*"

Kontali Analyse, "*Salmon World 2004*"

Kontali Analyse, "*Salmon Market Analysis 2004*"

Kontali Analyse, "*The Salmon Farming Industry in Norway 2005*"

BioMar, "*The Competitive Situation within the Fish Feed Industry*"

Food and Agricultural Organization – “*SOFIA 2004*”

Fjord Seafood, Års og delårsrapporter 1998 – 2005

Lerøy Seafood, Års og delårsrapporter 1999 – 2005

Cermaq, Års og delårsrapporter 2002 - 2005

Pan Fish

Års og delårsrapporter 1999 – 2005

Prospekt 12.5.2005

Prospekt 23.3.2006

Prospekt 5.5.2006

Pressemeldinger

Børsmeldinger

Hjemmesiden (www.panfish.no)

Nettsteder:

Intrafish (www.intrafish.no)

Laksefakta (ww.laksefakta.no)

Hegnar.no (www.hegnar.no)

Norsk Fiskeoppdrett (www.kyst.no)

Dagens Næringsliv (www.dn.no)

Appendiks

<u>APPENDIKS A: RAPPORTERTE REGNSKAPSTALL, PAN FISH</u>	111
<u>APPENDIKS B: OMGRUPPERTE REGNSKAPSTALL FJORD SEAFOOD</u>	114
<u>APPENDIKS C: OMGRUPPERTE REGNSKAPSTALL CERMAQ</u>	115
<u>APPENDIKS D: OMGRUPPERTE REGNSKAPSTALL LERØY SEAFOOD</u>	116
<u>APPENDIKS E: OMGRUPPERTE REGNSKAPSTALL MARINE HARVEST</u>	117
<u>APPENDIKS F: REGRESJONSANALYSE, BETAESTIMERING</u>	118

Appendiks A: Rapporterte regnskapstall, Pan Fish⁸⁶

Resultatregnskap - Pan Fish					
N-GAAP	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter	3 579 790	3 495 422	3 013 709	2 056 800	1 858 455
Varekostnader (inkl endring i varebeholdning)	2 612 964	2 775 000	2 227 919	1 340 223	912 997
+ Lønnskostnader	435 164	558 000	484 218	336 236	300 465
+ Andre driftskostnader	354 468	596 269	462 463	227 226	283 875
+ Avskrivinger	183 015	198 412	223 175	143 808	155 875
= Driftskostnader	3 585 611	4 127 681	3 397 775	2 047 493	1 653 212
= Driftsresultat egen virksomhet	-5 821	-632 259	-384 066	9 307	205 243
- Nedskrivinger varige driftsmidler	0	264 000	858 978	0	-252 000
- Nedskrivning varebeholdning	0	202 816	114 133	-2 578	-602
Driftsresultat egen virksomhet etter engangsposter	-5 821	-1 099 075	-1 357 177	11 885	457 845
Unormalt nettoresultat tilknyttede selskaper	0	0	0	0	0
Normalt nettoresultat tilknyttede selskaper	-7 654	-265 607	-8 822	1 812	1 367
Driftsresultat egen og tilknyttet virksomhet	-13 475	-1 364 682	-1 365 999	13 697	459 212
+ Ordinære finansinntekter	33 953	26 957	64 421	62 956	69 906
- Ordinære finanskostnader	347 680	465 458	302 814	181 993	163 921
+ Unormalt finansresultat	315 972	23 018	-217 086	-9 958	14 763
= Ordinært resultat før skatt	-11 230	-1 780 165	-1 821 478	-115 298	379 960
- Skattekostnad	107 499	-383 971	115 067	3 058	10 011
= Årsresultat konsernet	-118 729	-1 396 194	-1 936 545	-118 356	369 949
Netto resultat fra diskontinuerlig virksomhet	373 009	-899 800	-321 926	-117 981	-30 293
+ Netto engangspost	0	0	0	0	0
Fullstendig årsresultat konsernet	254 280	-2 295 994	-2 258 471	-236 337	339 656
- Netto minoritetsresultat	12 980	-64 065	-6 720	-16 102	-4 999
= Årsresultat majoritet	241 300	-2 231 929	-2 251 751	-220 235	344 655
- Foreslått utbytte	0	0	0	0	0
= Tilbakeholdt årsresultat	241 300	-2 231 929	-2 251 751	-220 235	344 655

Figur A.1: Rapportert resultatregnskap, Pan Fish

⁸⁶ Årsrapporter Pan Fish 2000 - 2005

Balanse Pan Fish pr 31.12					
Eiendeler	2001	2002	2003	2004	2005
Konsesjoner	1 435 194	1 241 362	651 914	575 558	1 048 054
Utsatt skattefordel	0	204 572	0	0	0
Goodwill	586 923	168 100	0	0	55 537
Sum immaterielle eiendeler	2 022 117	1 614 034	651 914	575 558	1 103 591
Tomter, bygninger etc.	943 900	631 572	476 426	359 233	359 405
Brønnbåter og andre farkoster	164 897	107 454	65 908	77 343	84 889
Anlegg i sjø og maskiner	1 133 253	855 535	739 457	666 928	753 704
Driftsløsøre, inventar ol.	28 304	23 100	12 927	7 348	7 880
Varige driftsmidler	2 270 354	1 617 661	1 294 718	1 110 852	1 205 878
Investering i tilknyttet	833 838	200 163	29 112	26 213	54 186
Investering i aksjer	36 119	136 800	34 026	57 933	3 817
Pensjonsmidler	0	4 165	0	0	0
Andre langsiktige fordringer	181 288	27 639	23 337	12 897	14 812
Sum finansielle AM	1 051 245	368 767	86 475	97 043	72 815
Sum anleggsmidler	5 343 716	3 600 462	2 033 107	1 783 453	2 382 284
Varelager	1 877 782	1 325 740	836 242	755 293	1 072 352
Kundefordringer	763 606	409 691	329 858	235 616	334 600
Andre kortsiktige fordringer	265 043	184 060	99 625	120 247	80 883
Kontanter og Bankinnskudd	83 552	65 169	136 582	167 726	152 700
Sum omløpsmidler	2 989 983	1 984 660	1 402 307	1 278 882	1 640 535
Sum eiendeler	8 333 699	5 585 122	3 435 414	3 062 335	4 022 819

Figur A.2: Rapportert balanse, Eiendeler, Pan Fish

Balanse Pan Fish pr 31.12					
Egenkapital og gjeld	2001	2002	2003	2004	2005
Innskutt egenkapital	906 116	85 199	810 949	1 004 600	1 389 723
Opptjent egenkapital	99 664	-944 318	-1 009 726	-660 449	314 002
Minoritetsinteresser	163 518	49 139	35 402	22 759	14 601
Sum egenkapital	1 169 298	-809 980	-163 375	366 910	1 718 326
Pensjonsforpliktelse	2 247	0	0	2 023	3 541
Utsatt skatt	196 975	0	0	0	9 597
Sum forpliktelse	199 222	0	0	2 023	13 138
Ansvarlig konvertibelt lån	260	0	18 386	45 909	0
Obligasjonslån	763 000	763 000	78 248	78 248	73 869
Gjeld til kredittinstitusjoner	3 767 762	3 368 396	2 525 368	2 054 297	1 493 703
Annen langsiktig gjeld	18 015	15 913	10 867	80 032	50 169
Sum langsiktig gjeld	4 549 037	4 147 309	2 632 869	2 258 486	1 617 741
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 231 339	1 231 560	289 528	36 051	133 305
Sertifikatlån	230 000	0	0	0	52 119
Leverandørgjeld	562 536	548 509	348 073	161 324	222 578
Avsatt utbytte	0	0	0	0	0
Betalbar skatt	106 143	577	467	1 475	4 320
Skyldige lønn og avgifter	32 058	41 222	14 233	18 854	17 299
Annen kortsiktig gjeld	254 066	421 344	313 619	217 213	243 994
Sum kortsiktig gjeld	2 416 142	2 243 212	965 920	434 917	673 615
Sum gjeld	7 164 401	6 390 521	3 598 789	2 695 426	2 304 494
Sum egenkapital og gjeld	8 333 699	5 580 541	3 435 414	3 062 336	4 022 820

Figur A.3: Rapportert balanse, Egenkapital og gjeld, Pan Fish

Appendiks B: Omgrupperte regnskapstall Fjord Seafood

Omgruppert Resultatregnskap Fjord Seafood Konsernet					
	2001	2002	2003	2004	2005F
Driftsinntekter	3 365 499	4 049 493	4 047 418	3 713 151	3 854 400
- Driftskostnader	3 484 910	4 333 126	4 170 584	3 591 993	3 454 587
= Driftsresultat egen virksomhet	-119 411	-283 633	-123 166	121 158	399 813
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-30 684	-72 882	-31 649	31 133	111 948
= Netto driftsresultat egen virksomhet	-88 727	-210 751	-91 517	90 025	287 866
+ Netto resultat i tilknyttede virksomheter	-8 799	-19 127	-19 655	5 595	0
= Netto driftsresultat	-97 526	-229 878	-111 172	95 620	287 866
+ Netto finansinntekt	21 872	47 645	4 725	2 482	2 294
= Netto resultat til sysselsatt kapital	-75 654	-182 232	-106 448	98 102	290 159
- Netto finanskostnad	162 565	132 200	130 658	100 782	75 982
- Netto minoritetsresultat	-592	-1 936	-6	-570	446
= Netto resultat til egenkapitalen	-237 627	-312 496	-237 100	-2 110	213 731
+ Unormalt netto driftsresultat	-511 779	-2 639	-414 235	-123 712	-205 955
+ Unormalt netto finansresultat	0	-30 238	-41 251	-2 725	169 055
= Fullstendig nettoresultat til EK	-749 406	-345 373	-692 586	-128 547	176 831
- Netto utbetalt utbytte	-1 146 115	-676 577	-124 137	-1 892	-333 774
= Endring i EK	396 709	331 204	-568 449	-126 655	510 605

Figur B.1: Omgruppert resultatregnskap Fjord Seafood

Omgruppert balanse per 31.12 for Fjord Seafood Konsernet					
Netto driftskapital metoden					
	2001	2002	2003	2004	2005F
Driftsrelaterte anleggsmidler	3 279 946	3 415 797	2 993 838	2 844 939	2 780 085
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	97 349	44 419	50 312	43 701	283 203
= Netto anleggsmidler	3 182 597	3 371 378	2 943 526	2 801 238	2 496 882
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 873 751	1 797 959	1 699 752	1 433 813	1 594 012
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	643 325	655 172	680 308	543 354	568 094
= Driftsrelatert arbeidskapital	1 230 426	1 142 787	1 019 444	890 459	1 025 918
= Netto driftseiendeler	4 413 023	4 514 165	3 962 970	3 691 697	3 522 800
Egenkapital	1 685 314	2 108 907	1 539 774	1 413 119	2 174 316
Minoritetsinteresser	2 394	452	1 911	1 341	1 784
Langsiktig finansiell gjeld	1 957 564	1 731 863	2 437 638	2 339 491	1 666 113
- Finansielle Anleggsmidler	30 122	44 165	27 419	21 540	26 031
= Langsiktig netto finansiell gjeld	1 927 442	1 687 698	2 410 219	2 317 951	1 640 082
Kortsiktig finansiell gjeld	965 568	794 333	116 229	58 948	212 966
- Finansielle omløpsmidler	168 520	77 222	105 163	99 662	506 356
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	797 048	717 111	11 066	-40 714	-293 390
= Netto finansiell gjeld	2 724 490	2 404 809	2 421 285	2 277 237	1 346 692
= Netto driftskapital	4 412 198	4 514 168	3 962 970	3 691 697	3 522 792

Figur B.2: Omgruppert balanse Fjord Seafood

Appendiks C: Omgrupperte regnskapstall Cermaq

Omgruppert Resultatregnskap Cermaq Konsernet					
	2001	2002	2003	2004	2005F
Driftsinntekter	7 042 773	6 737 454	6 041 039	4 982 407	5 367 100
- Driftskostnader	6 016 782	6 527 101	5 745 880	4 721 445	4 758 300
= Driftsresultat egen virksomhet	1 025 991	210 353	295 159	260 962	608 800
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	402 885	82 601	115 903	102 474	170 464
= Netto driftsresultat egen virksomhet	623 106	127 752	179 256	158 488	438 336
+ Netto resultat i tilknyttede virksomheter	12 267	1 610	14 365	17 348	26 300
= Netto driftsresultat	635 373	129 362	193 621	175 836	464 636
+ Netto finansinntekt	76 103	64 794	39 692	21 965	10 800
= Netto resultat til sysselsatt kapital	711 477	194 155	233 314	197 801	475 436
- Netto finanskostnad	207 319	165 064	109 734	77 334	76 104
- Netto minoritetsresultat	10 027	23 434	6 192	-53	2 400
= Netto resultat til egenkapitalen	494 131	5 657	117 388	120 520	396 932
+ Unormalt netto driftsresultat	261 786	-369 337	-196 532	7 747	169 161
+ Unormalt netto finansresultat	-11 645	-11 799	32 587	-15 144	7 560
= Fullstendig nettoresultat til EK	744 272	-375 480	-46 557	113 124	573 653
- Netto utbetalt utbytte	0	0	0	0	-108 853
= Endring i EK	744 272	-375 480	-46 557	113 124	682 506

Figur C.1: Omgruppert resultatregnskap Cermaq

Omgruppert balanse per 31.12 for Cermaq Konsernet					
Netto driftskapital metoden					
	2001	2002	2003	2004	2005F
Driftsrelaterte anleggsmidler	4 360 139	3 521 329	3 034 411	3 033 449	3 692 881
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	30 556	19 911	18 068	22 262	237 500
= Netto anleggsmidler	4 329 583	3 501 418	3 016 343	3 011 187	3 455 381
Driftsrelaterte omløpsmidler	3 134 754	2 559 200	1 545 737	1 437 150	2 512 300
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 328 846	1 132 854	919 928	887 464	1 063 700
= Driftsrelatert arbeidskapital	1 805 908	1 426 346	625 809	549 686	1 448 600
= Netto driftseiendeler	6 135 491	4 927 764	3 642 152	3 560 873	4 903 981
Egenkapital	2 760 384	2 483 470	2 436 913	2 576 672	3 522 100
Minoritetsinteresser	123 389	158 840	367	130	400
Langsiktig finansiell gjeld	3 307 737	2 415 439	1 525 066	1 369 723	1 392 900
- Finansielle Anleggsmidler	14 986	23 671	60 411	54 384	40 519
= Langsiktig netto finansiell gjeld	3 292 751	2 391 768	1 464 655	1 315 339	1 352 381
Kortsiktig finansiell gjeld	390 527	234 354	143 606	123 730	418 900
- Finansielle omløpsmidler	431 563	340 667	403 389	455 001	389 700
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	-41 036	-106 313	-259 783	-331 271	29 200
= Netto finansiell gjeld	3 251 715	2 285 455	1 204 872	984 068	1 381 581
= Netto driftskapital	6 135 488	4 927 765	3 642 152	3 560 870	4 904 081

Figur C.2: Omgruppert balanse Cermaq

Appendiks D: Omgrupperte regnskapstall Lerøy Seafood

Omgruppert Resultatregnskap Lerøy Konsernet					
	2001	2002	2003	2004	2005F
Driftsinntekter	2 530 457	2 555 606	2 914 873	3 559 399	4 014 454
- Driftskostnader	2 465 672	2 500 561	2 830 506	3 436 325	3 740 344
= Driftsresultat egen virksomhet	64 785	55 045	84 367	123 074	274 110
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	17 771	15 099	23 143	33 760	76 751
= Netto driftsresultat egen virksomhet	47 014	39 946	61 224	89 314	197 359
+ Netto resultat i tilknyttede virksomheter	-1 643	-12 753	-20 511	10 429	64 534
= Netto driftsresultat	45 371	27 193	40 713	99 743	261 893
+ Netto finansinntekt	1 452	12 814	11 841	3 858	1 440
= Netto resultat til sysselsatt kapital	46 823	40 007	52 555	103 601	263 333
- Netto finanskostnad	7 947	14 332	10 367	15 517	13 745
- Netto minoritetsresultat	1 596	3 871	3 565	1 716	2 000
= Netto resultat til egenkapitalen	37 280	21 803	38 623	86 368	247 588
+ Unormalt netto driftsresultat	763	-15 126	2 279	-4 619	-112 153
+ Unormalt netto finansresultat	1 806	0	-8 096	168	0
= Fullstendig nettoresultat til EK	39 849	6 677	32 806	81 918	135 435
- Netto utbetalt utbytte	15 810	-305 480	-135 547	19 164	-165 851
= Endring i EK	24 039	312 157	168 353	62 754	301 286

Figur D.1: Omgruppert resultatregnskap Lerøy Seafood

Omgruppert balanse per 31.12 for Lerøy Konsernet					
Nettodriftskapital metoden					
	2001	2002	2003	2004	2005F
Driftsrelaterte anleggsmidler	354 145	370 655	726 301	753 048	1 051 533
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	793	4 709	8 647	38 278	0
= Netto anleggsmidler	353 352	365 946	717 654	714 770	1 051 533
Driftsrelaterte omløpsmidler	385 300	449 058	779 697	804 089	1 302 087
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	254 742	271 625	325 672	373 327	523 331
= Driftsrelatert arbeidskapital	130 558	177 433	454 025	430 762	778 756
= Netto driftseiendeler	483 910	543 379	1 171 679	1 145 532	1 830 289
Egenkapital	324 179	636 336	804 689	867 443	1 269 241
Minoritetsinteresser	9 442	22 604	10 325	4 106	6 705
Langsiktig finansiell gjeld	178 132	182 432	412 195	374 647	612 782
- Finansielle Anleggsmidler	13 169	14 710	4 636	2 232	2 555
= Langsiktig netto finansiell gjeld	164 963	167 722	407 559	372 415	610 227
Kortsiktig finansiell gjeld	12 058	80 549	242 898	162 547	131 082
- Finansielle omløpsmidler	26 732	363 832	293 791	260 980	191 157
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	-14 674	-283 283	-50 893	-98 433	-60 075
= Netto finansiell gjeld	150 289	-115 561	356 666	273 982	550 152
= Netto driftskapital	483 910	543 379	1 171 680	1 145 531	1 826 098

Figur D.2: Omgruppert balanse Lerøy Seafood

Appendiks E: Omgrupperte regnskapstall Marine Harvest

Omgruppert Resultatregnskap Marine Harvest	
	2005 NOK
Driftsinntekter	5 758 043
- Driftskostnader	5 198 090
= Driftsresultat egen virksomhet	559 954
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	156 787
= Netto driftsresultat egen virksomhet	403 167
+ Netto resultat i tilknyttede virksomheter	72 483
= Netto driftsresultat	475 650
+ Netto finansinntekt	5 735
= Netto resultat til sysselsatt kapital	481 385
- Netto finanskostnad	48 747
- Netto minoritetsresultat	-797
= Netto resultat til egenkapitalen	433 434
+ Unormalt netto driftsresultat	58 019
+ Unormalt netto finansresultat	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	491 453
- Netto utbetalt utbytte	0
= Endring i EK	491 453

Figur E.1: Omgruppert resultatregnskap Marine Harvest

Omgruppert balanse per 31.12	
Nettodriftskapital metoden	
	2 005
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 610 993
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	545 616
= Netto anleggsmidler	2 065 376
Driftsrelaterte omløpsmidler	5 629 803
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 370 811
= Driftsrelatert arbeidskapital	4 258 992
= Netto driftseiendeler	6 324 369
Egenkapital	4 995 773
Minoritetsinteresser	14 337
Langsiktig finansiell gjeld	1 788 984
- Finansielle Anleggsmidler	52 570
= Langsiktig netto finansiell gjeld	1 736 414
Kortsiktig finansiell gjeld	545 616
- Finansielle omløpsmidler	967 772
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	-422 156
= Netto finansiell gjeld	1 314 258
= Netto driftskapital	6 324 369

Figur E.2: Omgruppert balanse Marine Harvest

Appendiks F: Regresjonsanalyse, Betaestimering

Resultat av Regresjonsanalyse, Månedsavkastning, 60 måneder PAN Vs OSEBX

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,20144
R-kvadrat	0,04058
Justert R-kvad.	0,02404
Standardfeil	0,36292
Observasjoner	60

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,32313	0,32313	2,45330	0,12271
Residualer	58	7,63930	0,13171		
Totalt	59	7,96243			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	-0,14237	0,04723	-3,01410	0,00381	-0,23692	-0,04781
X-variabel 1	1,06370	0,67912	1,56630	0,12271	-0,29569	2,42311

Bloomberg justering

1,04247252

(Kursdata er hentet fra Hognar.no og finance.yahoo.com).