

Verdsettelse av



Lene Merete Bugjerde og Trine Cesilie Fremgaard

Veileder: Frøystein Gjesdal

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 fremkommet i arbeidet.

Forord

Denne utredningen er utarbeidet som et avsluttende ledd i siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole. Vi har valgt temaet strategisk regnskapsanalyse og verdsetting som inngår i fordypningsområdet økonomisk styring.

Vi har valgt å skrive en oppgave i fundamental verdsettelse fordi vi gjennom kursene ”Regnskapsanalyse og verdsettelse” og ”Strategisk regnskapsanalyse” har fått stor interesse for en slik form for verdivurdering og ønsker å utvide vår kunnskap innen området. I tillegg gir det oss muligheten til å integrere lærdom fra flere andre kurs vi har hatt i vår studieperiode.

Det er ikke tilfeldig at vi bestemte oss for å verdsette fiskerikonsernet Domstein ASA. Årsaken er først og fremst at en av oss tidligere har hatt et lengre arbeidsengasjement i bedriften, og av den grunn hadde kjennskap til bedriften. Men samtidig er fiskerinæringen en interessant bransje på grunn av den store betydningen den har for norsk økonomi og distriktsutvikling. De siste års sviktende marginer og de fremtidige utfordringene gjør at det er knyttet stor spenning til om de norske bedriftene kan hevde seg i internasjonal konkurranse.

Arbeidet med oppgaven har vært tidkrevende, men likevel har fremdriften vært bra. Det at vi har vært to om oppgaven har vært både motiverende og lærerikt. Ikke minst har det å kunne diskutere ulike problemstillinger og få tilbakemeldinger på utført arbeid vært svært nyttig.

Vi vil takke vår veileder, Frøystein Gjesdal, for gode innspill og tilbakemeldinger. I tillegg har foreleser Kjell Henry Knivsflå vært svært behjelpelig. Vi vil også rette en takk til Domstein ASA for at de har gitt oss det regnskapsmaterialet vi har hatt behov for.

Bergen, 2.desember 2005

Trine Cesilie Fremgaard

Lene Merete Bugjerde

Innholdsfortegnelse

Figurer	6
Tabeller.....	7
1. Innledning.....	8
1.1 Disposisjon	9
1.2 Problem og avgrensing.....	9
2. Presentasjon av bransjen og Domstein ASA	11
2.1 Norsk fiskerinæring	11
2.2 Domstein ASA.....	12
2.3 Komparative virksomheter	14
3. Valg av verdsettelsesteknikk	15
3.1 Kort oversikt over verdsettingsteknikker	15
3.2 Rammeverk for fundamental verdsettelse	16
4. Strategisk analyse basert på offentlig informasjon.....	17
4.1 Ekstern analyse.....	17
4.1.1 <i>PEST - analyse (Makroperspektiv)</i>	17
4.1.2 <i>Porters 5K – modell (Mikroperspektiv)</i>	19
4.1.2.1 <i>Potensielle nye konkurrenter</i>	19
4.1.2.2 <i>Rivalisering blant etablerte aktører</i>	22
4.1.2.3 <i>Press fra substitutter</i>	24
4.1.2.4 <i>Kundenes forhandlingsposisjon</i>	26
4.1.2.5 <i>Leverandørens forhandlingsposisjon</i>	27
4.1.3 <i>Oppsummering av eksternanalysen</i>	29
4.2 Intern ressursbasert analyse	29
4.2.1 <i>Porters verdikjedemodell</i>	30
4.2.1.1 <i>Primæraktiviteter</i>	30
4.2.1.2 <i>Støtteaktiviteter</i>	34
4.2.1.3 <i>Oppsummering</i>	35
4.2.2 <i>Er Domstein ASAs ressurser SVIMA?</i>	35
4.2.2.1 <i>Fysiske ressurser</i>	36
4.2.2.2 <i>Finansielle ressurser</i>	36
4.2.2.3 <i>Organisatoriske ressurser</i>	37

4.2.2.4 Relasjonskapital	37
4.2.2.5 Menneskelig kapital.....	38
4.2.3 Oppsummering av internanalysen.....	38
5. Regnskapsanalyse.....	39
5.1 ”Trailing” årsregnskap.....	40
5.2 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	42
5.3 Omgruppering for investororientert analyse	42
5.4 Analyse og justering av målefeil	45
5.5 Oversikt over omgrupperte og justerte hovedtall	49
6. Analyse av risiko.....	50
6.1 Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko	51
6.2 Analyse av langsiktig soliditetsrisiko.....	56
6.3 Syntetisk rating.....	58
7. Historisk avkastingskrav	60
7.1 Kapitalverdimodellen.....	60
7.1.1 Risikofri rente	60
7.1.2 Markedets risikopremie.....	60
7.1.3 Virksomhetens beta	61
7.1.4 Virksomhetens illikviditetspremie	62
7.2 Avkastningskrav	63
7.2.1 Egenkapitalkravet.....	63
7.2.2 Finansielle krav.....	64
7.2.3 Netto driftskrav.....	66
8. Analyse av lønnsomhet og vekst.....	67
8.1 Analyse av lønnsomhet.....	67
8.1.1 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	68
8.1.2 Analyse av netto driftsrentabilitet	70
8.1.3 Analyse av finansieringen.....	71
8.1.4 Oppsummering av lønnsomhetsanalysen	73
8.2 Analyse av vekst	74
8.2.1 Kapitalvekstanalyse	75
8.2.2 Resultatvekstanalyse.....	76
9. Fremtidsregnskap.....	78

9.1 Valg av budsjettthorisont.....	78
9.2 Budsjettering til budsjettthorisont.....	79
<i>9.2.1 Utvikling i driftsinntekter.....</i>	<i>80</i>
<i>9.2.2 Utvikling i netto drifteideler.....</i>	<i>81</i>
<i>9.2.3 Utvikling i netto driftsresultat.....</i>	<i>81</i>
<i>9.2.4 Utvikling i netto finansiell gjeld.....</i>	<i>82</i>
<i>9.2.5 Utvikling i netto finanskostnad.....</i>	<i>83</i>
9.3 Krav til avkasting over og etter budsjettthorisonen	83
10. Fundamental verdsettelse av Domstein ASA.....	86
10.1 Oversikt over fundamentale verdsettelsesmetoder og modeller	86
10.2 Verdiestimat på Domstein-aksjen.....	86
10.3 Usikkerhet i verdiestimatet	87
<i>10.3.1 Sensitivitet i budsjett drivere</i>	<i>88</i>
<i>10.3.2 Sensitivitet i avkastningskrav.....</i>	<i>89</i>
<i>10.3.3 Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....</i>	<i>89</i>
11. Konklusjon	91
12. Litteraturliste.....	93
12.1 Internettsider	95
13. Formler	96
Vedlegg	98

Figurer

Figur 2.1: Selskapsstruktur i Domstein ASA	12
Figur 2.2: Hovedmarkeder for sild og makrell i 2004.....	13
Figur 2.3: Omsetning per geografisk område og per hovedprodukt i 2004	13
Figur 3.1: Fundamental verdsettelse i fem steg.....	16
Figur 4.1: Domstein ASAs verdikjede	30
Figur 4.2: Kumulativ oppbygging av konkurransefortrinn	36
Figur 6.1: Likviditetsgrad Domstein ASA og komparative virksomheter	52
Figur 6.2: Rentedekningsgrad Domstein ASA og komparative virksomheter.....	53
Figur 6.3: Finansiell gjeldsdekningsgrad Domstein ASA og komparative virksomheter.....	54
Figur 6.4: Egenkapitalprosent Domstein ASA og komparative virksomheter.....	56
Figur 6.5: Netto driftsrentabilitet Domstein ASA og komparative virksomheter	57
Figur 8.1: Egenkapitalrentabilitet Domstein ASA og komparative virksomheter. Egenkapitalkrav og –rentabilitet til Domstein ASA	68
Figur 8.2: Netto driftsrentabilitet og -krav Domstein ASA, jfr. tabell 7.4 og 8.2.....	70
Figur 8.3: Netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler Domstein ASA og komparative virksomheter.....	71
Figur 8.4: Netto finansiell gjeldsgrad Domstein ASA og komparative virksomheter	73

Tabeller

Tabell 4.1: Oppsummering av de viktigste ressursene til Domstein ASA.....	38
Tabell 5.1: Virkning av justering av opsjonslønn (tall i hele 1000).....	47
Tabell 5.2: Vikningene av justert pensjon (tall i hele 1000).....	48
Tabell 5.3: Omgrupperte og justerte hovedtall.....	49
Tabell 6.1: Oversikt over valgte vekter i de enkelte år.	50
Tabell 6.2: Likviditetsgrad 1 Domstein ASA.....	51
Tabell 6.3: Rentedeckningsgrad Domstein ASA.....	53
Tabell 6.4: Finansiell gjeldsdekning Domstein ASA.....	54
Tabell 6.5: Utdrag fra kontantstrømanalysen.....	55
Tabell 6.6: Egenkapitalprosent Domstein ASA.....	56
Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet Domstein ASA.....	57
Tabell 6.8: Domstein ASAs finansieringsmatrise i prosent i 2005T.....	58
Tabell 6.9: Syntetisk rating av Domstein ASA.....	59
Tabell 7.1: Egenkapitalkrav Domstein ASA.....	64
Tabell 7.2: Oppsummering av finansielle krav.....	65
Tabell 7.3: Estimering av finansielt gjeldskrav.....	65
Tabell 7.4: Netto driftskrav Domstein ASA.....	66
Tabell 8.1: Merrentabilitet på egenkapital Domstein ASA.....	68
Tabell 8.2: Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten til Domstein ASA.....	69
Tabell 8.3: Analyse av netto driftsrentabilitet.....	70
Tabell 8.4: Analyse av finansiell gearing.....	71
Tabell 8.5: Analyse av netto rentemargin.....	72
Tabell 8.6: Utdrag fra resultatvekst- og trendresultatregnskapet.....	76
Tabell 9.1: Egenkapitalkravet i budsjett- og fremskrivingsperioden.....	84
Tabell 9.2: Oppsummering av avkastningskrav.....	85
Tabell 10.1: Verdiestimat.....	87

1. Innledning

Historien til norsk fiskerinæring har vært turbulent. Store variasjoner i ressursgrunnlag og svingende konjunkturer i markedet har vært medvirkende årsaker til dette.¹ Som siste ledd i vår siviløkonomutdannelse har vi valgt å se nærmere på denne næringen, og da spesielt fiskeforedlingsbransjen. Norsk fiskeforedlingsindustri består av et stort antall små og mellomstore bedrifter langs hele kysten. Vi har valgt å ta utgangspunkt i en av de største norske aktørene, fiskerikonsernet Domstein ASA.

Redusert råstofftilgang for sild og makrell, lave laksepriser og skjerpet konkurranse i hvitfiskmarkedet fra lavkostland har ført til sviktende marginer i bransjen de siste årene. For å tilpasse seg endrede rammebetingelser for råstoff og marked har flere virksomheter, deriblant Domstein ASA, gått gjennom omfattende og krevende omstillingstiltak. Vi syntes derfor det kunne være interessant å se på de utfordringer næringen står ovenfor og hvordan dette påvirker fremtidsutsiktene til Domstein ASA.

I arbeidet med oppgaven vil vi bruke teori vi har tilegnet oss gjennom studiet til å foreta en verdsettelse av Domstein ASA. En verdsettelse gir oss den teoretiske markedsprisen av egenkapitalen i selskapet. Imidlertid er oppfatningen av verdi subjektiv, alt avhengig av hvilket ståsted man har. Fokuset vårt er investororientert, det vil si at vi fokuserer på verdivurderingen til potensielle investorer og dagens eiere. Egenkapitalinvestorer ønsker gode estimat på verdien av inntjeningen til egenkapitalen i fremtiden for å kunne ta effektive økonomiske avgjørelser og føre kontroll med ledelsen i bedriften.²

Selv om hovedvekten i oppgaven er selve verdsettelsen, vil vi ta utgangspunkt i en strategisk analyse. Dette fordi kunnskap om selve bedriften og markedsforholdene er nødvendig for å kunne foreta en strategisk budsjettering. Gjennom en analyse av finansregnskapen får vi informasjon om strategisk posisjon og strategisk risiko, og om den økonomiske posisjonen gir grunnlag for superprofitt. Ved å se de to analysene i sammenheng, får vi dermed et godt grunnlag for å predikere konsernets økonomiske fremtid.

¹ Årsrapport Domstein ASA 2004

² Knivsflå, K.H. (2005), Forelesning 4

1.1 Disposisjon

I kapittel 2 presenteres Domstein ASA og bransjen den befinner seg i. Her vil også virksomhetene vi vil bruke som sammenligningsgrunnlag presenteres. Kapittel 3 gir en kort innføring i valg av verdsettelsesteknikker og gir en oversikt over fremgangsmåten vi benytter i vår verdsettelse. I kapittel 4 gjennomføres en strategisk analyse av Domstein ASA og dens eksterne omgivelser. I kapittel 5 bruker vi historiske regnskapstall for å få innblikk i de underliggende økonomiske forholdene i konsernet. Her vurderer vi også kvaliteten på de rapporterte regnskapstallene. Kapittel 6 analyserer risikoen i virksomheten. Den totale risikoen blir oppsummert i en syntetisk rating. Med utgangspunkt i kapitalverdimodellen beregner vi i kapittel 7 et estimat på Domstein ASAs avkastningskrav til ulike kapitaler. I kapittel 8 ser vi på lønnsomheten og analyserer veksten til konsernet. På bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen vil vi i kapittel 9 sette opp et fremtidsregnskap til Domstein ASA. Kapittel 10 omhandler selve verdsettelsen og usikkerheten i vårt estimat. I kapittel 11 sammenfatter vi hele utredningen.

1.2 Problem og avgrensning

Oppgaven baseres i hovedsak på offentlig informasjon. Dette er informasjon som er allmenn tilgjengelig for eksterne aktører, for eksempel investorer, lånegivere og finansanalytikere. I regnskapsanalysen har vi tatt utgangspunkt i års- og delårsrapporter. Da vi tok til med analysen var bare delårsrapportene for 1. og 2. kvartal 2005 offentliggjort. Rapporten for 3. kvartal vil være tilgjengelig i slutten av november. Ny informasjon vil komme løpende og man er avhengige av å sette et stoppunkt. Dette, kombinert med at vi har planlagt å ferdigstille oppgaven i begynnelsen av desember, gjør at vi velger å ikke oppdatere med tallinformasjon fra 3. kvartal. Resultatet av vår analyse må derfor sees i sammenheng med det tallmaterialet og de forutsetningene som ligger til grunn.

Regnskapsanalysen vi skal utføre vil delvis bygge på en strategisk analyse. Å utarbeide en fullstendig strategisk analyse vil være svært omfattende, og for denne oppgaven u hensiktsmessig med tanke på at det er regnskapsanalysen og verdsettelsen som skal stå i fokus. Dessuten krever en fullstendig strategisk analyse kunnskap utover det innføringskurset i strategi vi har tatt. Vi har derfor bare fokusert på hovedtrekkene uten å utdype disse i den grad en slik analyse vil gjøre.

En del av oppgaven består i å analysere ulike nøkkeltall til Domstein ASA med tilsvarende bransjetall. Det optimale er å inkludere alle fiskeforedlingsbedriftene det er naturlig å sammenligne seg med i bransjesnittet. For vårt vedkommende er dette imidlertid for krevende, både med tanke på tidsforbruk og tilgang på informasjon. Vi har derfor valgt å bruke Global Fish AS, Westcoast AS og West Fish Aarsæther AS som sammenligningsgrunnlag. Siden disse bedriftene ikke er børsnoterte og dermed ikke pliktige til å rapportere kvartalsrapporter, har vi ikke sammenligningstall for 2005. For Global Fish mangler vi også konserntall for 2000 siden de perioden 2000 til 2001 inngikk i konsernet Pan Pelagic ASA.

2. Presentasjon av bransjen og Domstein ASA

2.1 Norsk fiskerinæring

Norge er en av de største eksportørene av sjømat.³ Av all fisk og sjømat som landes og produseres i Norge blir 90 prosent eksportert, mens de resterende 10 prosentene omsettes nasjonalt. Eksportverdien for fisk og sjømat i 2004 var på 28,2 milliarder kroner. Dette utgjør 5,1 prosent⁴ av Norges totale eksport og gjør fiske- og havbruksnæringen til en ledende eksportnæring etter olje og gass.

Norsk fiskerinæring har hatt en rivende utvikling de siste årene og fremstår i dag som en næring med betydelig verdiskapningspotensiale. Lønnsomheten til deler av flåten har bedret seg og næringen er blitt subsidiefri. Imidlertid har det vært store endringer når det gjelder de eksterne rammebetingelsene i tiden etter 1990. Fiskemarkedene, både med tanke på råstoff og produkter, er blitt globale. Dette gjør at internasjonale omgivelsene legger sterk føring på den norske fiskerinæringen. På den ene siden krever det et tett samarbeid om ressursforvaltningen siden vi deler de fleste av våre fiskebestander med andre land. På den andre siden går det meste av fisken som landes i Norge til eksport. Med dette berøres norsk fiskerinæring sterkt av utviklingen i ulike markeder og internasjonal handelspolitikk

Fiskeforedlingsindustrien i Norge består av et stort antall små og mellomstore bedrifter som er spredt langs hele kysten. I 2004 var det 693 foredlingsanlegg som sysselsatte rundt 13 500 personer.⁵ Men både i hvitfisksektoren og i pelagisk industri går utviklingen mot større konsentrasjoner på eiersiden. I tillegg er det en økende tendens til utflagging til lavkostland og EU. Årsaken til disse strukturendringene kommer i hovedsak av et høyt norsk kostnadsnivå, valutautviklingen og dårlig markedsadgang til EU. For å kunne hevde seg og tilfredsstillende økende krav i et internasjonalt marked, har mange bedrifter de siste årene foretatt store investeringer, blant annet gjennom modernisering av produksjonsanlegg og utstyr, kvalitetssikring og kompetanseheving. For at slike investeringer skal være lønnsomme kreves det høy kapasitetsutnyttelse og stabil tilgang på råstoff. Siden fisket varierer med de ulike fiskebestandenes sesongmessige tilgjengelighet, er det i dag vanskelig for industrien å få jevn råstofftilførsel gjennom hele året. I tillegg vil hensynet til bærekraftig utvikling påvirke råstofftilførselen gjennom kvoteregulering.

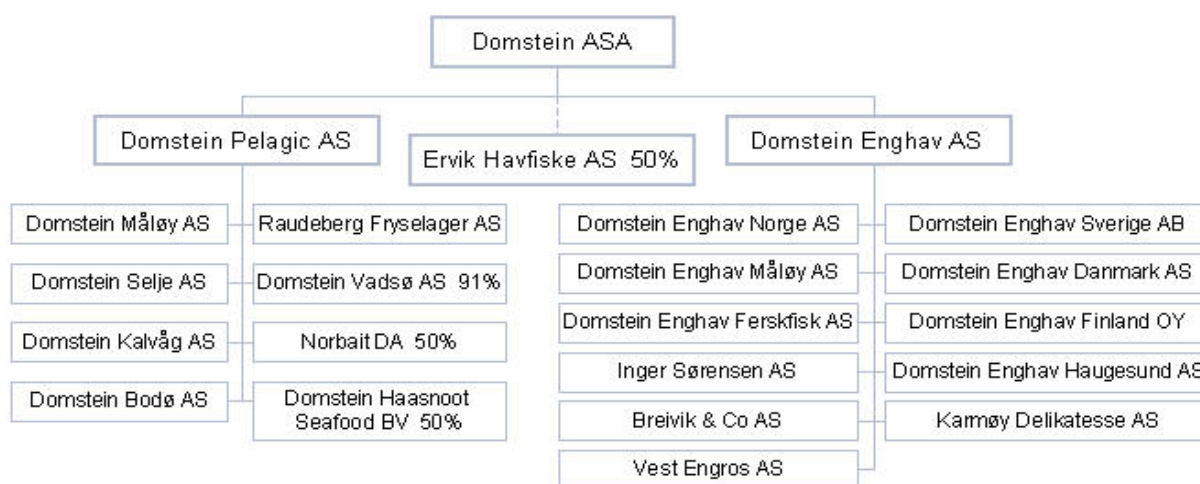
³ Norges Fiskarlag og Fiskeridepartementet (2004)

⁴ www.seafood.no

⁵ www.seafood.no

2.2 Domstein ASA

Domstein ASA ble etablert i 1925 av fiskeren Rasmus Domstein i Måløy. I dag, 80 år senere, drives Domstein ASA fortsatt av hans etterkommere og bedriften har gjennom alle år vært en viktig aktør i norsk fiskeindustri. Konsernet har i dag en sentral posisjon i fiskeri og sjømatnæringa, både nasjonalt og internasjonalt. Konsernets virksomhet består i dag av to operative enheter, Domstein Pelagic AS og Domstein Enghav AS, samt at de forvalter eierposter i det tilknyttede selskapet Ervik Havfiske AS. Sammensetningen gjør at de deltar i alle ledd i verdikjeden, og oppnår dermed en unik bredde i virksomheten og produktspekteret.



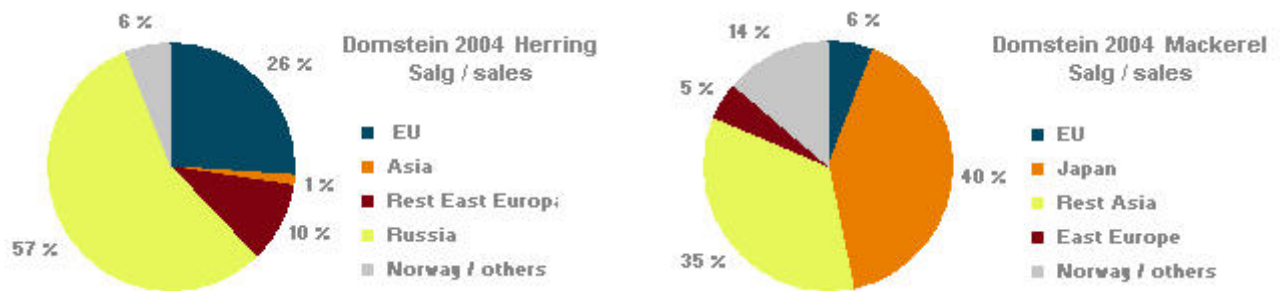
Figur 2.1: Selskapsstruktur i Domstein ASA⁶

Forretningsområdet Domstein Pelagic AS er Norges ledende leverandør av pelagisk fisk (sild, makrell og lodde). De fire produksjonsanleggene i Kalvåg, Måløy, Selje og Bodø er strategisk lokalisert nær de viktigste fiskefeltene for sild og makrell langs den norske kystlinjen.

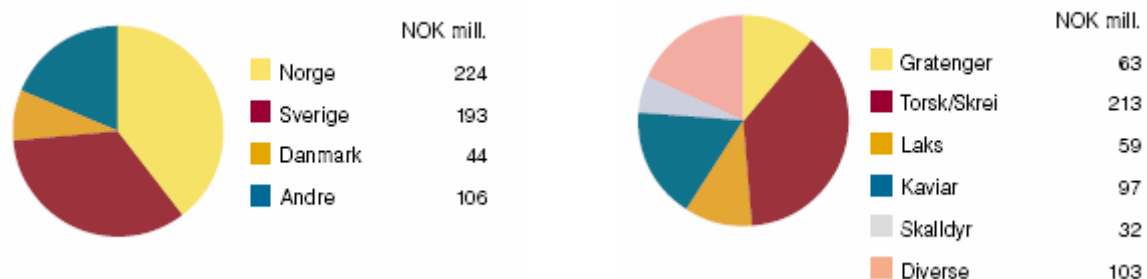
Anleggene på Raudeberg og i Vadsø benyttes til fryselager, i tillegg til at Vadsø-anlegget brukes til sesongproduksjon av kongekrabbe. Samtidig har de et nært samarbeid med norske og utenlandske fiskebåter som sikrer tilgang på råstoff. Samlet mottaks- og innfrysningsskapasitet er 2.000 tonn i døgnet. De leverer i hovedsak ubearbeidet fisk (rundfrosset), og halvfabrikata (filetprodukter) til foredlingsbedrifter over hele verden.

Hovedmarked for sild er Russland, mens mesteparten av makrell selges til Asia, hovedsaklig Japan.

⁶ www.domstein.no

Figur 2.2: Hovedmarkeder for sild og makrell i 2004⁷

Domstein Enghav AS er en av de største leverandørene av fisk og sjømat til det nordiske og deler av det europeiske markedet. Virksomhetene er lokalisert i Norge, Sverige, Danmark og Finland. Fabrikkene ligg i Vardø, Måløy, Kungshamn og Lysekil. Salgsorganisasjonen omfatter kontorer og distribusjonssenheter i Måløy, Våler, Oslo, Kungshamn, Silkeborg og Helsinki. I tillegg er de medeier i et fiskemottak i Loppa. Produktspekteret, som består av fryst, kjølt og fersk sjømat, blir levert til dagligvare- og storhusholdningsmarkedet under ulike vare- og kjedemerker, bl.a. Enghav. Hovedproduktene har inntil nå vært frosne bearbejdede produkter (fiskegrateng, panerte produkter, filetprodukter) samt reker og rognprodukter. Det foregår imidlertid en betydelig omlegging av virksomheten der det fokuseres på økt foredlingsgrad og større satsing på fersk fisk. Domstein Enghav AS har som mål å bli den ledende leverandøren av fisk og sjømat i Norden, og er allerede på klar 2. plass i Norge og Sverige etter Findus AB. Utenfor Norden selges hovedsaklig filet- og rognprodukter.

Figur 2.3: Omsetning per geografisk område og per hovedprodukt i 2004⁸

Selskapet inngikk avtale i august 2005 om kjøp av aksjene i selskapene Iglo Haugesund AS og Breivik & Co. Iglo Haugesund er en av de største produsentene av fiskemat i Norge. Breivik & Co er fiskegrossist og har egen distribusjon på Vestlandet. Disse selskapene skal inngå i ferdigvaredivisjonen Domstein Enghav. I tillegg har de i oktober 2005 inngått avtaler med eierne av Vest Engros AS og Karmøy Delikatess om å kjøpe alle aksjene i selskapene.

⁷ www.domstein.no⁸ Årsrapport Domstein ASA 2004

Avtalene er imidlertid inngått med forbehold om gjennomføring av due diligence og endelig styregodkjenning. Vest Engros AS er grossist og distributør av kjølevarer, hovedsaklig fisk og sjømat, i Randaberg ved Stavanger. Karmøy Delikatesse er fiskegrossist og distributør på Karmøy.

Ervik Havfiske AS er Norges største banklinerederi. De har 12 moderne autolinebåter som fanger totalt 11.000 tonn fisk årlig. Domstein ASA sin eierandel på 50 % sikrer stabil og sporbar råstofftilgang. Domstein ASA hadde også eierandeler i Fjord Seafood ASA, en global produsent av oppdrettslaks. De solgte seg ut i 2. kvartal 2005.

2.3 Komparative virksomheter

Global Fish AS er en av verdens største leverandører av pelagisk fisk. De tilvirker og selger produkter av pelagisk fiskeslag til konsum. Mesteparten av fisken rundfryses, men deler av produksjonen blir foredlet til filetprodukter. De eksporterer hovedsakelig til Øst-Europa og Japan. I 2004 hadde konsernet en andel på ca. 20 prosent av eksporten fra Norge.⁹

Westcoast AS er en av de store norske aktørene innen eksport av pelagisk konsumfisk. Det er et rent salgsselskap og eies av seks pelagiske produksjonsanlegg. I 2002 hadde selskapet ca. 15 prosent av den totale norske eksporten av pelagisk fisk. Øst-Europa og Japan er deres viktigste markeder.¹⁰

West Fish Aarsæther AS er et av Norges største og mest allsidige fiskeriselskaper. De driver med fangst, produksjon og salg av ferskfisk, saltfisk, klippfisk, frossenfisk og pelagisk konsumfisk. De har eksport- og grossistsalg. De eksporterer hovedsaklig til Europa. Vertikal integrasjon er det fundamentale forretningskonseptet til konsernet.¹¹

⁹ Årsrapport Global Fish 2004

¹⁰ Norsk Fiskerinæring (2003)

¹¹ www.westfish.no

3. Valg av verdsettelsesteknikk

3.1 Kort oversikt over verdsettingsteknikker

Det finnes tre hovedteknikker for verddivurdering. *Fundamental verdsettelse* er en verddivurdering basert på fundamental analyse. En fundamental analyse vil si at man gjennomfører en strategisk regnskapsanalyse og utarbeider et fullstendig fremtidsregnskap og fullstendige krav. Med bakgrunn i disse kan man benytte egenkapitalmetoden eller total kapitalmetoden til å finne en verdi på virksomheten. *Komparativ verdsettelse* er en verddivurdering basert på komparativ, eller en sammenlignende verddivurdering, i forhold til tilsvarende bedrifter eller eiendeler. *Opsjonsbasert verdsettelse* er en separat verddivurdering av særlig fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Disse tre hovedteknikkene er som oftest ikke alternativer, men supplementer til hverandre.

Valg av verdsettelsesteknikk er avhengig av virksomheten. Bransje, fase i livssyklusen, fortsatt drift eller avvikling og hvor enkelt det er å få tilgang til gode data er forhold som bør taes i betraktning i vurderingen. For modne og lønnsomme virksomheter i tilbakegangsfasen er en fundamental verdsettelse den mest hensiktsmessige verdsettelsesteknikken. Ut i fra vår vurdering står ikke Domstein ASA ovenfor noen umiddelbar fare for konkurs og man kan forvente en fremtidig inntjening i konsernet. Dette, kombinert med mange års regnskapstall, gjør at vi ser på fundamental verdsettelse som den best egnede metoden.

Komparativ verdsettelse kan i utgangspunktet også være en aktuell teknikk. Denne type verdsettelse kan deles i to metoder, multiplikatormetoden og substansverdimetoden.

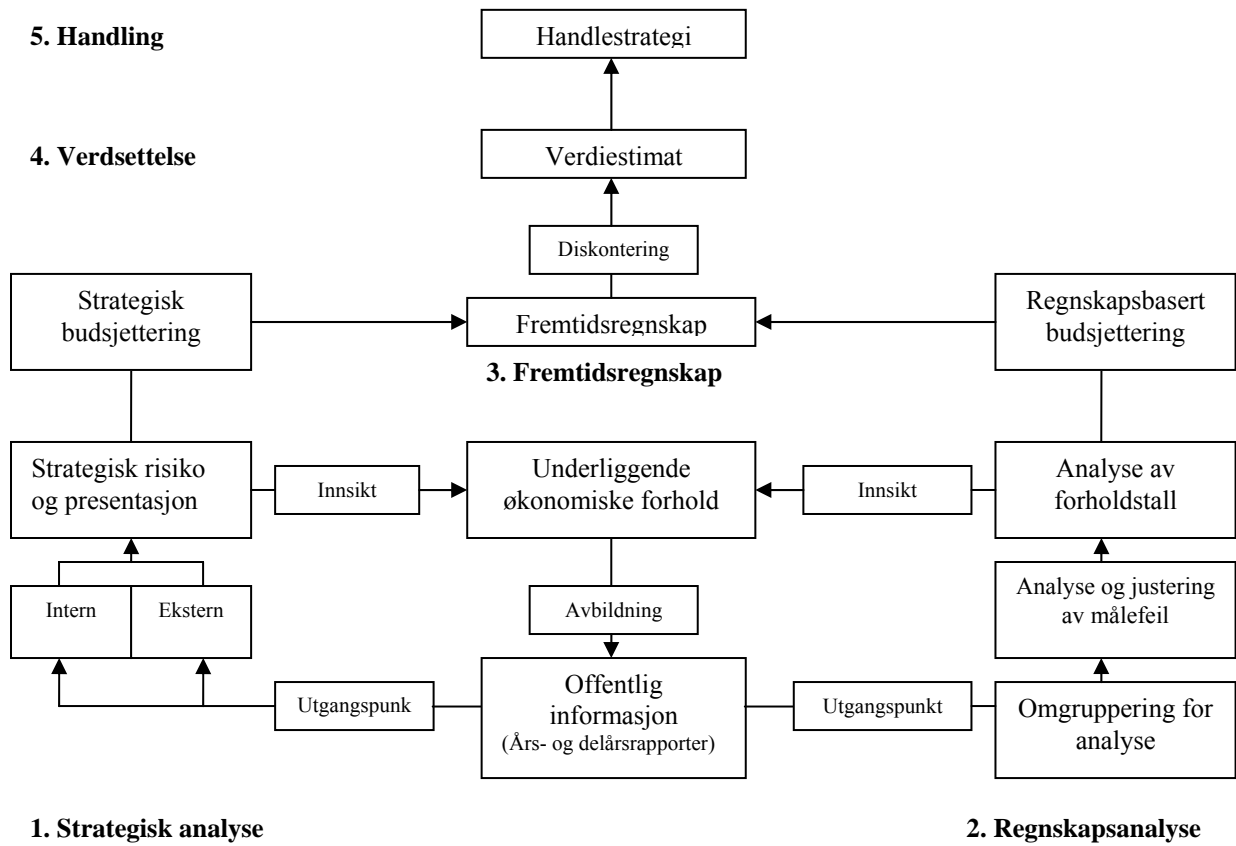
Multiplikatormetoden er verdsettelse på bakgrunn av komparative virksomheters aksjepris.

Denne metoden blir imidlertid uaktuell siden Domstein ASA er den eneste norske børsnoterte bedriften som har pelagiske- og ferdigvareprodukter som kjernevirksomhet.

Substansverdimetoden er mest anvendbar når viktige eiendeler har klare sammenlignende verdier og verdien av immaterielle eiendeler er lav. Denne metoden egner seg best i bransjer med klare markedsverdier, som for eksempel eiendom eller shipping, og dersom virksomheten er i avviklingsfasen. Ut fra disse vurderingene har vi valgt å legge hovedvekten på fundamental verdsettelse.

3.2 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse foregår i hovedsak fem steg. Dette kan oppsummeres i en figur:



Figur 3.1: Fundamental verdsettelse i fem steg¹²

¹² Knivsflå, K.H., (2005), Forelesning 1

4. Strategisk analyse basert på offentlig informasjon

For å få en innsikt i hva som genererer en eventuell superprofitt i Domstein ASA, er det nødvendig å utføre en strategisk analyse av virksomheten. *Superprofitt* er når en virksomhet har en rentabilitet høyere enn kravet. En strategisk analyse går ut på å vurdere virksomheten kvalitativt slik at man kan forstå hva som gjør Domstein ASA lønnsom eller ikke. Om man gjennom denne analysen ikke finner strategiske fordeler som skulle tilsi en rentabilitet utover kravet og det likevel fremstår slik i virksomhetens finansregnskapstall, kan dette tyde på målefeil i regnskapstallene. En strategisk analyse er det første steget i en fundamental verdsettelse, jfr. avsnitt 3.2, og er utgangspunktet for strategisk budsjettering.

En strategisk analyse kan deles i to; analyse av omgivelsene som bedriften må forholde seg til (ekstern) og analyse av de interne ressursene i bedriften (intern). De er disse to faktorene som vil være avgjørende for selskapets posisjon i forhold til konkurrerende selskaper. Fokuset i den eksterne analysen er hvilke *muligheter* og *trusler* bedriften står ovenfor, med andre ord om bransjeforholdene gir grunnlag for en *midlertidig* eller *varig strategisk fordel*. I internanalysen ser man på *sterke* og *svake* sider internt i bedriften. Selv om forholdene i bransjen skulle tilsi at det er grunnlag for rentabilitet utover kravet, må bedriften være i stand til å tilpasse seg internt slik at den kan utnytte bransjeforholdene til egen fordel.

4.1 Ekstern analyse

4.1.1 PEST - analyse (Makroperspektiv)

Dette analyseverktøyet setter fokuset på hvordan politiske/juridiske, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske faktorer kan tenkes å påvirke en bedrifts virksomhet. Man ser på hvilke faktorer som historisk sett har spilt en sentral rolle for den aktuelle bedriften, i hvilken grad disse vil påvirke fremtidig utvikling, og vurdere om det vil oppstå endringer slik at andre faktorer får større betydning.¹³ Vi vil legge vekt på den politiske/juridiske siden. Dette fordi fiskerinæringen, både i Norge og andre land, er underlagt sterk politisk regulering. Først og fremst skyldes dette hensynet til ressursforvaltningen og i Norge også distriktpolitiske hensyn. Reguleringene forklarer dels dagens industristruktur og lønnsomheten i næringen, og har betydelig innvirkning på fremtidsutsiktene.¹⁴

¹³ Roos et al. (2003)

¹⁴ Fondfinans, Nordea Securities (04.12.2003)

EU/EØS

EU er og vil fortsatt være et viktig marked for fiskerinæringen. Siden Norge ikke er medlem av EU, reguleres handelen med sjømat mellom Norge og EU gjennom en egen protokoll til EØS-avtalen. Dette innebærer at vi har tollfri eksport av ubearbeidede hvitfiskprodukter og redusert toll for en rekke andre fiskeprodukter og bearbeidede fiskevarer. Samtidig har vi fått store tollfrie kvoter på sild og makrell, som per i dag dekker tilnærmet all handel av disse fiskeslagene. Kvotene er imidlertid statiske og tar ikke høyde for en eventuell framtidig økning i eksporten fra Norge til EU. Flere av de produktene som er omfattet av tollreduksjoner har imidlertid fremdels høye tollsatser, som for eksempel bearbeidede produkter av torsk. Det er et generelt problem at tollene er økende med økt bearbeidingsgrad. Det marine potensialet kan dermed ikke utnyttes fullt ut før sjømatnæringen har en tilfredsstillende europeisk markedsadgang. Det er bare er to måter å oppnå dette på; enten må Norge bli EU-medlem, eller så må fisk integreres fullt inn i det indre marked gjennom endring av EØS-avtalen.

WTO/EFTA

Markedene utenfor EU har i de siste årene fått større betydning for fiskerinæringen. De høye tollbarrierene og antidumpingtiltakene i EU er medvirkende til dette, men for det andre er EU-markedet ikke stort nok. Norsk sjømat er i dag helt eller delvis stengt ute fra viktige markeder, enten på grunn av høy toll eller andre handelshindringer. Høye tollsatser hindre utviklingen av nye markeder og påvirker hvilke produkter som eksporteres til de ulike markeder. Den pågående forhandlingsrunden i WTO spiller derfor en viktig rolle for næringen. En vellykket forhandling kan gi tollreduksjoner som bedrer adgangen til de 146 medlemslandene i WTO. En rekke land, blant annet Russland og Ukraina, forhandler i disse dager om medlemskap i WTO. Et russisk WTO - medlemskap, som sannsynligvis vil være på plass i løpet av 1-2 år, vil kunne redusere tollsatsene og åpne for ytterligere vekst i eksporten av pelagisk fisk.

Avtaler inngått gjennom EFTA er et viktig supplement til WTO. Regjeringen har sett fokus på markeder som for eksempel India, Japan, Kina, Thailand, Vietnam og Russland. De arbeider med å følge utviklingen, samt vurdere muligheten for å inngå handelsavtaler med disse landene. Blant annet har det vært aktuelt å søke en tettere dialog med Russland med sikte på en frihandelsavtale så snart landet blir medlem av WTO.¹⁵

¹⁵ St.meld. nr. 19 (2004-2005)

Reduksjon av tollsatser på bearbeidede produkter vil på visse vilkår kunne føre til økt foredling i Norge. Høye kostnader på norsk arbeidskraft blir da kompensert med lavere toll. Det er imidlertid også en rekke andre faktorer som påvirker grad av bearbeiding i Norge, som for eksempel nærhet til råstoff, nærhet til markeder, kapitaltilgang, kompetanse, statsstøtte og handelsprosedyrer for import og eksport.¹⁶ Hovedmarkedet for sild er Øst-Europa og for makrell Japan. Utfallet av pågående og fremtidige forhandlinger i organ som WTO og EFTA vil dermed i stor grad påvirke lønnsomhetspotensialet til Domstein Pelagic AS.

Andre forhold

Det er ikke bare markedsadgangen som påvirker næringens konkurranseforhold ute i markedene. Salgsutviklingen, spesielt i Domstein Pelagic AS, er sårbar for valutakursendringer. Valutakursendringer kan tidvis påvirke negativt og tidvis positivt. Dette viste seg blant annet i slutten av 2004 der svekkelse av dollarkursen førte til redusert salg og negativ prisutvikling på sildeprodukter.¹⁷

Selv om muligheten til å drive bearbeiding av sjømatprodukter i Norge påvirkes av at det generelt sett er høyere toll på bearbeidede enn ubearbeidede produkter, vet vi også at arbeidskraftkostnadene her hjemme påvirker muligheten til å drive lønnsom bearbeiding. Som et resultat av dette har Domstein Enghav AS valgt å flytte deler av frossenfiletproduksjonen til land med lavere kostnad for å beholde konkurransestyrken i frysevaremarkedet.¹⁸

4.1.2 Porters 5K – modell (Mikroperspektiv)

En bedrifts strategi bør basere seg på en forståelse av dynamikken i den industrien den operer i. Porters 5K-modell har som utgangspunkt å identifisere fem konkurransekrefter som vil være avgjørende for hvordan et selskap vil posisjonere seg i forhold til konkurrentene.

4.1.2.1 Potensielle nye konkurrenter

Potensielle nye konkurrenter er bedrifter som per i dag ikke konkurrerer i bransjen, men har muligheten til å kunne gjøre det i fremtiden. Faren for nyetableringer er avhengig av hvilke etableringshindringer som finnes og hvilke reaksjoner eventuelle ”inntrengere” kan forvente

¹⁶ www.seafood.no

¹⁷ St.meld. nr.19 (2004-2005)

¹⁸ St.meld. nr.19 (2004-2005)

av de etablerte aktørene. Jo svakere hindringene er, jo større trussel er det for lønnsomheten til de allerede etablerte bedriftene. Om barrierene er høye, kan de etablerte bedriftene dra fordel av dette ved å øke prisene og dermed bedre lønnsomhet.¹⁹

Myndighetenes politikk

Fiskerinæringen står ovenfor både naturgitte og politikerskapte rammebetingelser. Bærekraftig ressursforvaltning har fått større fokus de siste årene og hensynet til biologisk forsvarlig uttak veier tungt ved fastsettelse av årlige kvoter. Norge har inngått flere internasjonale avtaler der dette blir regulert. For eksempel har Norge, EU og Færøyene inngått treparts kyststatsavtale for makrell for 2005,²⁰ og EU og Norge har inngått bilaterale avtaler for blant annet sild, torsk og sei for 2005.²¹ De siste årene har vært preget av kutt i kvoter og overkapasitet i pelagisk sektor. Dette har bidratt til hard konkurranse om råstoffene og høyere gjennomsnittskostnad enn ved full utnyttelse i denne sektoren. Resultatet har vært redusert lønnsomhet.²² Fremtidsutsiktene for pelagiske ressurser, spesielt sild, er imidlertid positive. Vi tror likevel den usikkerheten kvoteregulering fører med seg gjør nyetableringer, spesielt i pelagisk sektor, lite attraktivt.

Stordriftsfordeler

Nye aktører må enten starte stort med risikofylte investeringer eller innfinne seg med kostnadsulempene forbundet med produksjon i liten skala. Når etablerte aktører har stordriftsfordeler er det også mindre attraktivt å etablere seg siden økt tilbud reduserer produktprisene. Stordriftsfordeler kan være knyttet til alle selskapets aktiviteter, ikke bare produksjonsrelatert virksomhet.²³

Undersøkelser har hatt vanskelig å påvise noen tydelige sammenhenger mellom skala og lønnsomhet i enkelte deler av fiskeindustrien, spesielt hvitfisksektoren. Det er imidlertid flere forhold som legger til rette for stordriftsfordeler i den pelagiske sektoren. Kompleksiteten i råstoffsammensetningen, råstoffkarakteristika og produktvalg er i de fleste tilfeller langt mindre i denne sektoren enn i hvitfisksektoren. Pelagisk sektor er etter hvert preget av stor

¹⁹ Hill, C, Jones, G., 2004

²⁰ Fiskeri- og kystdepartementet (2004), Pressemelding nr. 60/2004

²¹ Fiskeri- og kystdepartementet (2004), Pressemelding nr. 67/2004

²² Lorentzen, T., (2005), SNF-rapport 08/05

²³ Roos, G. et al. (2003)

grad av automatisering og store faste kostnader. Dette fører til at lønnskostnadene utgjør en betydelig mindre andel av kostnadsstrukturen enn i filet- og ferdigvareindustrien.²⁴

Kapitalbehov

Nyetableringer krever nyinvesteringer i større eller mindre grad. Dersom det er stor usikkerhet knyttet til avkastningen av disse investeringene, vil dette være et hinder for etablering. Dette er ofte tilfelle med investeringer knyttet til markedsføring eller FoU.²⁵

Felles for begge de to industrisektorene er at de har lave inngangsbarrierer. Tradisjonelt har det vært rimelige muligheter til å finansiere nye anlegg, og til dels med meget betydelig innslag av offentlig finansiering gjennom lån og tilskudd. Lokale og regionale organer har normalt vært sterke pådrivere for å realisere nye prosjekter.²⁶

Som følge av utviklingen i fiskerinæringen de siste årene, er private finansieringsinstitusjoner avventende med å gå inn på nye område, og flere vedlikeholder eksisterende kundeportefølje uten å etablere nye kundeforhold. De krever dessuten en høyere andel egenkapitalfinansiering enn for få år siden. Sentralisering av finansielle miljø skaper i tillegg større avstand mellom næringsaktørene og de finansielle aktørene, og reduserer bankenes muligheter for personlig kjennskap til aktører og næringen. Tilgang til lånekapital til utviklingsprosjekter er for tiden en flaskehals for investeringer i sektoren.²⁷

Det store kapitalbehovet i pelagisk sektor etter etablering kan også utgjøre en barriere. Innkjøp av råvarer skjer i store kvantum og dette krever tilgang til mye kapital. I de fleste tilfeller må virksomhetene ta opp lån for å klare disse finansielle løftene. De sykliske svingingene og den sterke konkurransen i fiskerinæringen de siste årene, har ført til at flere virksomheter ikke har klart å betjene de store låneopptakene og konkursene har vært mange. Banker som har lidd store tap på grunn av sitt engasjement i fiskerinæringen er trolig blitt mer risikoaverse, som igjen kan skape problem for eventuelle nye aktørers finansieringsmuligheter.

²⁴ Bendisken, B. I. (08.2005)

²⁵ Roos, G. et al. (2003)

²⁶ Gronnevet, L. et al. (2004)

²⁷ St. meld. nr. 19 (2005-2005)

4.1.2.2 Rivalisering blant etablerte aktører

Rivalisering referer seg til konkurransen mellom etablerte aktører om å kapre markedsandeler fra hverandre.²⁸ Graden av konkurranse er avhengig av i hvilken grad en rekke strukturelle faktorer griper inn i hverandre.

Markedsstruktur

Markedsstrukturen sier noe om antall bedrifter i bransjen og størrelsen på disse. Dersom bransjen er konsentrert eller dominert av en eller få bedrifter (konsolidert marked), vil bransjeleder spille en sentral rolle.²⁹

I Norge domineres pelagisk konsumsektor i dag av Global Fish AS, Westcoast AS og Domstein ASA, som til sammen har mer enn 50 prosent av den totale eksporten av pelagisk fisk. Domstein Pelagic AS er volummessig ledende i Norge. For øvrig består sektoren av ca. 20 mindre aktører.³⁰ En relativt konsolidert markedsstruktur gir ofte muligheter for å ta høy pris gjennom ”stilltiende samarbeid” og dermed økt lønnsomhetspotensial. Markedet for leveranser fra den pelagiske flåten er imidlertid internasjonalt. Landinger fra utenlandsk flåte har etter hvert fått et betydelig omfang, spesielt når det gjelder makrell. Britisk, irske, færøyske og danske fartøy har i de siste årene levert mellom 45-50 prosent av de totale landingene av makrell til industrien i Norge. Norske fartøy lander i liten grad sin makrellfangst i utenlandske havner. Imidlertid er situasjonen en annen når vi ser på sild. Norges Sildesalgslag har tidvis solgt betydelige fangster til utenlandske fabrikkskip. Dette har i stor grad vært gjort for å øke mottakskapasiteten for kystflåten i sesongtoppene. I tillegg omsetter sildesalgslaget sild til utenlandske produksjonsanlegg dersom flåten ønsker det. Frem til nå har dette først og fremst vært danske og svenske kjøpere. De norske aktørene må dermed konkurrere med utenlandske aktører både i råstoffmarkedet og eksportmarkedet. Land lokalisert rundt nordsjøbassenget, som Shetland, Færøyene, Skottland og Island, har i de senere årene fremstått som sterke konkurrenter.³¹

Norsk pelagisk industri konkurrerer mot pelagisk industri i EU – først og fremst industrien i Skottland og Irland som får leveranser fra ringnotflåten fra samme land. I tillegg har norske

²⁸ Hill, C., Jones, G. (2004)

²⁹ Roos, G. et al. (2003)

³⁰ Fondfinans, Nordea Securities (04.12.2005)

³¹ Lorentzen, T., (2005), SNF-rapport 09/05

fartøy levert betydelige mengder sild og makrell til Danmark. Dansk industri fremstår også som en konkurrent til norsk pelagisk industri i ferdigvaremarkedet.³²

Når det gjelder videreforedling og distribusjon av frosne foredlede sjømatprodukter, er Domstein Enghav AS en klar nummer to etter markedsleder Findus AB i det skandinaviske markedet. Markedsandelene variere imidlertid mye fra produktområde til produktområde. Andre aktører vil typisk være aktive i nisjer, eller de vil være inne med mer tilfeldige partisalg til lave priser. På dagligvaresiden fremstår Lerøy Seafood, Royal Greenland og Taabel som de viktigste nisjeaktørene. Abba er den største aktøren innenfor satsingsområdet kaviar. I tillegg er det flere internasjonale tilbydere, for eksempel belgiske Pieters og tyske Frosta, som på grunn av ingen eller lave tollsatser for import av fiskeprodukter, kan være potensielle tilbydere i det skandinaviske markedet.³³

Etterspørselsforhold

Etterspørselsvekst reduserer rivalisering siden bedriftene kan selge mer uten å ta markedsandeler fra sine konkurrenter. Lav eller avtagende vekst i en bransje vil gjøre at konkurransen går ut på å ta markedsandeler fra hverandre.³⁴

Etterspørselen etter sjømat er økende. Det er flere forhold som er medvirkende til dette, blant annet global befolkningsvekst og økt kjøpekraft, fiskens sunnhetsmessige fortrinn, fokus på produktutvikling av foredlede fiskeprodukter, samt forbedring i logistikk og distribusjon som øker konsumentenes tilgjengelighet til fisk. Fiskeindustriens evne til å dekke forventet økning i fremtidig etterspørsel vil bli svekket på grunn av stagnerende fangster. Selv om det forventes en kraftig økning i produksjonsvolumet i oppdrettssektoren, venter man at mangel på råvarer vil føre til at prisen på fisk vil øke på lengre sikt.³⁵ Dette vil si at konkurransen mellom fiskeforedlingsbedriftene først og fremst vil være i råvaremarkedet.

Avviklingshindringer

Avviklingshindringer kan være av økonomisk, strategisk så vel som følelsesmessig karakter. Spesialiserte driftsmiddel har ofte lav realisasjonsverdi og liten alternativ anvendelse, og representerer derfor en avviklingshindring. Faste avviklingskostnader, interne strategihensyn,

³² Lorentzen, T., (2005), SNF-rapport 09/05

³³ Fondfinans, Nordea Securities (04.12.2005)

³⁴ Hill, C., Jones, G. (2004)

³⁵ Fondfinans, Nordea Securities (04.12.2005)

følelsmessige aspekt og samfunnsmessige hensyn kan også gjøre det kostbart å forlate en bransje.³⁶

Fiskeforedlingsindustrien har betydelige irreversible investeringer i anlegg og utstyr med liten eller ingen alternativ anvendelse. Lokalene og kaianleggene kan kanskje i noen tilfeller nyttiggjøres til andre formål, men i de fleste tilfeller er dette ikke aktuelt dersom en bedrift får store økonomiske problemer eller går konkurs. Refinansiering, eventuelt med nye eiere, framstår ofte som den beste løsningen for kreditorene fordi verdien av anlegg til annen virksomhet er meget lav dersom den i det hele tatt er til stede. Dette gjør at det er vanskelig å redusere kapasiteten i næringen.

Hensynet til sysselsetting og distriktspolitiske forhold spiller også en viktig rolle. Mange fiskeribedrifter er lokalisert i områder der det er få alternative arbeidsplasser. For å verne sårbare samfunn har en brukt offentlige virkemidler for å tilrettelegge for videre drift. Slike tilrettelegginger, både for å redusere tapet hos finansinstitusjoner og for å berge arbeidsplasser i sårbare lokalsamfunn, bidrar til å bygge opp utgangsbarrierer (og redusere inngangsbarrierer i industrien). Dette gjør at bedrifter som klarer seg på egen hånd kan bli de store taperne ved at det stadig kommer inn ”nye” konkurrenter med redusert gjeldsgrad og ny frisk kapital.³⁷

Domstein ASA har, som mange norske fiskeribedrifter, sterk familiær tilknytning, sterk lokal forankring og lang tradisjon i næringen. Selv om det ut fra et bedriftsøkonomisk synspunkt er hensiktsmessig å innstille driften, kan slike forhold gjøre det emosjonelt vanskelig. For eksempel er lojalitet til ansatte og stolthet faktorer som kan gjøre at økonomisk berettigede beslutninger ikke alltid blir gjennomført.³⁸

Under ett kan det se ut som det er sterk rivalisering i bransjen. Siden etterspørselen fra kundene er bra, er det først og fremst tilgang på råvarer som skaper hard konkurranse. Høge avviklingskostnader er med på å forsterke dette.

4.1.2.3 Press fra substitutter

Substitutter er produkt fra andre bransjer som kan tilfredsstille de samme behovene hos kundene. Disse reduserer den potensielle lønnsomheten i bransjen ved at de setter en

³⁶ Roos, G. et al. (2003)

³⁷ Grønnevet, L. et al. (2004)

³⁸ Roos, G. et al. (2003)

begrensning når det gjelder prisnivå. Substitutter bør særlig få oppmerksomhet i perioder der de er inne i en gunstig utvikling når det gjelder pris og ytelse, eller om de tilhører en bransje med bedre lønnsomhet.³⁹

Alternativene som norsk fiskeindustri konkurrerer mot er ulike typer fiskevarer produsert i andre land. I tillegg kan produkt fra landbruket regnes som substitutter, for eksempel produkter av rødt og hvitt kjøtt. Også produkter fra den norske oppdrettsnæringen er substitutter for hvitfisk og pelagisk fisk. Både en økning i det totale tilbudet av fisk og at konsumentene går over til andre typer matvarer vil kunne redusere lønnsomheten på de produktene Domstein ASA fører.

Spesielt varer med høy bearbeidingsgrad møter store substitusjonsmuligheter fra landbruket. Landbruksnæringen har vært dyktige på produktutvikling og produserer flere ferdigvarealternativer. Høy betalingsvillighet indikerer at dette er produkt som verdsettes av den moderne husholdning. Utfordringen for Domstein Enghav AS er å utvikle spennende kvalitetsprodukter som kundene er villige til å betale god pris for. Dette, kombinert med den positive ernæringsmessige trenden fisk er i, kan indikere stort lønnsomhetspotensial.

Russland er det største markedet for sild. Den gjennomsnittlige russer har relativt store budsjettbegrensinger og utgjør mellom 50-65 % av den russiske befolkningen. Likevel er kvalitet et viktig beslutningskriterium ved kjøp av dagligvarer. Imidlertid vil forbrukerne sannsynligvis være svært følsomme for større prisøkninger. Selv om russerne har en sterk tradisjon for sildeprodukter og dette er billige matvarer, så kan man forvente at alternative produkt vil bli foretrukket hvis prisen blir for høy.⁴⁰

Siden makrell er basis i mange daglige japanske matretter, så er etterspørselen stor i det japanske markedet i dag.⁴¹ Selv om prisfokus har økt i de senere årene, tror vi at makrell som råvare vil holde stand i årene fremover.

Substitusjonsmulighetene vil variere for de ulike produktene til Domstein ASA. Imidlertid ser vi små sjanser for at markedet for sjømat vil bli betydelig redusert (jfr. analyse av

³⁹ Hill, C., Jones, G. (2004)

⁴⁰ Nilsen, F. (03.2005)

⁴¹ www.seafood.no

etterspørselsforhold). Ut fra dette mener vi at trusselen fra substitutter er lav, spesielt i den pelagiske sektoren.

4.1.2.4 Kundenes forhandlingsposisjon

Kundenes forhandlingsstyrke refererer seg til muligheten kundene har til å presse prisene nedover eller oppnå høyere kvalitet og bedre og mer service. Ved å redusere prisene eller øke kostnadene, kan mektige kunder redusere lønnsomheten til en bedrift.⁴²

Det er hevdet at japanske kjøpere av makrell (og andre store kjøpere) utnytter informasjon om totalkvote, minstepris og auksjonspris i det norske råstoffmarkedet i prisforhandlinger med de norske fiskeindustribedriftene. De norske bedriftene koordinerer ikke sine tilpasninger i forhold til hverandre, det vil si at de opptrer på egen hånd. Hvis kjøperne i Japan koordinerer sine krav, fører naturligvis dette til at disse kjøperne ikke konkurrerer seg imellom, og de kan potensielt sett presse norske tilbydere på pris. Dagens omsetningsordning der auksjonsprisene blir offentliggjort kan dermed utnyttes av de utenlandske kjøperne og industrien oppnår dermed lavere gjennomsnittspris.⁴³

Produktene til Domstein Enghav AS blir i hovedsak solgt til det nordiske dagligvare- og storhusholdningsmarkedet. De store kjedene har etter hvert overtatt en økende del av omsetningen og fått en sterk posisjon. Kjedene ønsker å være konkurransedyktige ovenfor kundene og stiller større krav til sine underleverandører. Utviklingen vil gå mot en mer etterspørseldrevet produksjon med mer bevisste kunder og hvor produsentene vil måtte ta større hensyn til kundenes ønsker og behov. Å kunne tilby periodekontrakter med stabile, konkurransedyktige priser og gi kjedene trygghet for sikker levering, blir i økende grad sentrale kriterier for å overleve i dette markedet. Normalt vil større styrke i dette markedet kreve at leverandøren kontinuerlig utvikler nye produkter og at de følger produktene lengre inn mot sluttbrukerne.⁴⁴ Analyser viser imidlertid at dette kan være til Domstein ASAs fordel siden de er blant de første aktørene som er posisjonert for å utnytte en slik utvikling.⁴⁵

⁴² Hill, C., Jones, G. (2004)

⁴³ Lorenzen, T., SNF-rapport 08/05

⁴⁴ Grønnevet, L. et al. (2004)

⁴⁵ Fondfinans, Nordea Securities (04.12.2005)

Framveksten av sterke multinasjonale supermarkedkjeder og effektive internasjonale leverandører har i løpet av få år skapt en ny konkurransearena. De relativt få kjøperne har omfattende og tydelige krav til leverandører og mulighet til å velge blant store og små leverandører i en rekke land. Leverandører som ønsker å være med i denne konkurransen må kunne tilpasse seg disse kravene. Dagens internasjonale sjømatmarked bærer derfor preg av å være kjøpers marked.⁴⁶

4.1.2.5 Leverandørens forhandlingsposisjon

Leverandørens forhandlingsmakt refererer seg til hvilken mulighet leverandørene har til å øke prisene eller øke kostnaden på andre måter, for eksempel ved å redusere kvaliteten på de varene de leverer. Sterke leverandører kan føre til redusert profitt og er dermed en trussel.⁴⁷

Etter § 2 i råfiskloven må all norskfanget fisk og fisk som landes av utenlandske fiskefartøyer omsettes gjennom etablerte salgslag. Salgslagenes kompetanse omfatter blant annet en rett til å bestemme hvordan fisken skal omsettes og å fastsette minstepriser. I tillegg dirigerer de fangster og regulerer fisket når hensynet til avtaket tilsier det eller for å oppnå den mest hensiktsmessige utnyttelse av fangstene. Norges Sildesalgslag har gjennom råfiskloven enerett til å organisere førstehåndsomsetningen av pelagisk fisk i Norge.⁴⁸ Innmeldt fangst blir lagt ut på lukkede auksjoner og solgt til den kjøperen som har høyest bud over minstepris. Innen hvitfisksektoren har fem regionale salgslag ansvar for hver sin del av kysten. For de forskjellige salgslagene er det stor variasjon i måten råfiskprisen fastsettes på. Fra auksjonssystemer hvor dagens markedssituasjon avgjør prisen, til forhandlinger om minstepris over en viss periode basert på forventninger om hva eksportmarkedene vil betale i fremtiden.⁴⁹

Råfiskloven sikrer forutsigbarhet og ordnede omsetningsforhold i næringen. Men fortsatt har salgslagene en betydelig makt knyttet til prisforhandlinger hjemlet i råfiskloven.

Foredlingsindustrien har innenfor lovens rammer ingen mulighet til å inngå avtaler med råstoffleverandører som avviker fra de omsetningsregler som salgslagene fastsetter.

Industriens muligheter til å skaffe seg avtaler som gir pris- og leveringsstabilitet i

⁴⁶ St. meld. nr. 19 (2004-2005)

⁴⁷ Hill, C., Jones, G. (2004)

⁴⁸ St. meld. nr. 19 (2004-2005)

⁴⁹ Ludvigsen, S. (06.06.2005)

førstehåndsmarkedet er således begrenset.⁵⁰ Det er imidlertid iverksatt en prøveordning som er planlagt å gjelde fra 01.09.05 til 31.08.07.⁵¹ Dette åpner adgang for inngåelse av kontrakter mellom båter og bedrifter under betingelser og vilkår avtalt mellom Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening (FHL) og salgslagene. Sildekvotene er ventet å være store de nærmeste årene. Dette vil trolig gjøre at det blir mer attraktivt for flere fiskere å inngå faste leveringsavtaler som garanterer avsetning, i stedet for å omsette fisken på auksjon. Domstein ASA er innstilt på inngå slike avtaler, noe som vil styrke råstofftilgangen og bedre produksjonskontinuiteten.⁵²

Omsetningsreguleringene virker beskyttende for flåteleddet, og skaper en skjev maktfordeling mellom flåteleddet og industrien på land. Domstein ASA har delvis eliminert dette problemet gjennom eierandelen i fiskebåtredereiet Ervik Havfiske AS, som sikrer stabil tilgang på råstoff til hvitfisksektoren. Selskapet har i dag ingen leveringsavtaler knyttet til den pelagiske sektoren og kjøper derfor det meste av råstoffet gjennom Norges Sildeslagslag. De lukkede auksjonene gjør at Domstein ASA ikke vet om de får råstoff til neste dags produksjon før auksjonene er over eller at de må by høgt for å sikre seg fangsten. Domstein ASA og Global Fish AS, de to største aktørene, innledet imidlertid et innkjøpsamarbeid i 1999 for å dempe konkurransen seg imellom. De opererer i praksis som en kjøper på auksjonene for makrell og sild og fordeler fangsten etter inngåtte avtaler. Effekten på råstoffprisene av dette samarbeidet er usikker. Norges Sildesalgslag oppfatning er at de ikke har oppnådd en prisdempende effekt i og med at førstehåndsprisene har steget de siste årene.⁵³

Råfiskloven har på mange måter fått en renessanse i de senere år. Etter overgang fra ”forvaltningsperioden”, bortfall av prisstøtten og dermed langt færre samfunnsøkonomiske hensyn å ta, har slagslagene i sterkere grad konsentrert seg om lovens intensjon; å skaffe fiskerne best mulige priser og trygg betaling for fisken. Dette gjennomfører lagene ved etablering av mer auksjonssalg, tilrettelegging av mellomlagring av frossen fisk for senere auksjoner og enkel adgang for nye norske og internasjonale aktører til å komme inn på kjøpersiden.

⁵⁰ Grønnevet, L. et al. (2004)

⁵¹ www.surofi.no

⁵² Årsrapport Domstein ASA 2004

⁵³ Bendisken, B. I. (08.2005)

Ut i fra dagens rammebetingelser vil vi si at Domstein ASA har liten forhandlingsmakt ovenfor råstoffleverandørene. Leverandørene får vernet sine interesser gjennom lovverkets etablerte salgslag. Mulighetene for å redusere denne trusselen er derfor liten per i dag. Imidlertid er det i år iverksatt en prøveordning som åpner opp for avtaler med de enkelte båter. Dersom denne ordningen blir vellykket kan det bidra til at usikkerheten rundt leveranser blir mindre i tillegg til at fabrikkene vil kunne unngå å by over hverandre på de daglige auksjonene. Leverandørenes forhandlingsmakt vil sannsynligvis fortsette å være sterk, men muligheten for å få lavere råstoffpris og en jevn tilgang på råstoff vil være positivt for næringen.

4.1.3 Oppsummering av eksternanalysen

Dagens markedsstruktur har ført til at fiskeindustrien er kommet i skvis mellom råvareleverandørene på den ene siden og stadig sterke aktører i markedsdelen av verdikjeden på den andre siden. Konkurransenintensiteten i fiskeforedlingsindustrien har dermed hardnet til de siste årene, noe som blir gjenspeilet i lav lønnsomhet i bransjen. I den pelagiske sektoren ligger den grunnleggende utfordringen i å skape ny vekst gjennom å styrke posisjonen i verdikjeden. Forutsetningen for at dette skal lykkes er større volum og prisstabilitet på råstoffsidene. Vi ser også at selv om norske leverandører ofte krever en høyere pris enn sine konkurrenter, blir de likevel preferert av utenlandske kjøpere. Årsaken er at de er kjent for å levere varer av god kvalitet. Kvalitet kan derfor hjelpe sektoren i kampen mot utenlandske aktører, men vi tror ikke norske produkter vil bli valgt dersom prisforskjellen blir for stor.

Når det gjelder hvitfisk og ferdigvarer vil det være vanskelig å konkurrere med lavkostland på standardiserte, frosne produkter. Det blir dermed spesielt viktig å utnytte den muligheten ferske råvarer gir. Markedet for ferske produkter er voksende og forbrukerne verdsetter i større grad ferdigprodukter. I denne sammenheng vil større kontroll innen distribusjon og logistikk spille en viktig rolle for å etablere gode strategiske posisjoner. I tillegg vil evnen til nyskaping være en sentral konkurransefaktor.

4.2 Intern ressursbasert analyse

Strategiske valg må tas med tanke på hvilke kapasiteter bedriften besitter. En intern analyse vil derfor fokusere på virksomhetens ulike strategiske ressurser og aktiviteter, og hvordan

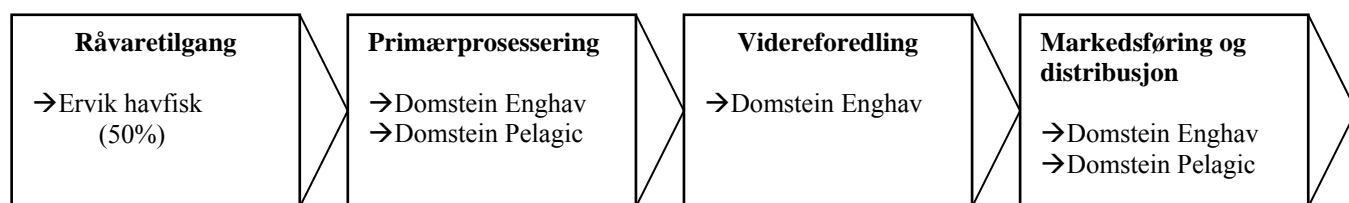
man balanserer disse.⁵⁴ For å finne ressursene til Domstein ASA bruker vi *Porters verdikjedemodell*. Betydningen av de ulike ressursene har vi analysert ved hjelp av *SVIMA-verktøyet*.

4.2.1 Porters verdikjedemodell

Porters verdikjedemodell deler bedriften inn i primæraktiviteter og støtteaktiviteter.

Primæraktivitetene er de aktivitetene som er involvert i å skape, selge og distribuere produktet til kundene. Disse kan for enhver virksomhet deles inn i inngående logistikk, produksjon/drift, utgående logistikk, markedsføring/salg og service. *Støtteaktiviteter* er de aktiviteter som sørger for at primæraktivitetene kan finne sted. Disse kan grupperes i områdene infrastruktur, personaladministrasjon, teknologiutvikling og innkjøp.⁵⁵

4.2.1.1 Primæraktiviteter



Figur 4.1: Domstein ASAs verdikjede⁵⁶

Inngående logistikk er de aktivitetene og prosessene som skjer i virksomheten for å skape det endelige produktet. Domstein ASA eier 50 % av selskapet Ervik Havfiske AS. Slik sikrer de seg en stabil og sporbar råstofftilgang. Bedriftene i Domstein Pelagic AS er med hensikt plassert med kort vei til de viktigste fiskefeltene for sild og makrell i Nordsjøen og Norskehavet. De har en samlet mottaks- og frysekapasitet på 2000 tonn fisk i døgnet. Siden fisken kommer direkte inn til kaianleggene med båt, bidrar en slik plassering til å lette arbeidet med å få råstoffet inn på produksjonslinja. Den store mottaks- og frysekapasitet til Domstein ASA gjør de mer attraktive å levere til fordi fiskerne får levert en større andel av fangsten. På dette området kan også konsernets størrelse og renommé telle positivt.⁵⁷

Domstein Enghav AS vil bli den ledende leverandøren av fisk og sjømat i Norden. De skal satse både på fersk og frossen fisk. For å sikre tilgangen til fersk fisk har de kjøpt opp 34 % av Ultra Seafood Loppa i Finmark. For frossen fisk og fiskeprodukter får de store deler av

⁵⁴ Roos, G. et al. (2004)

⁵⁵ Roos, G. et al. (2004)

⁵⁶ Årsrapport Domstein ASA 2004

⁵⁷ www.domstein.no

råstoffene fra sine egne linebåter. Disse fryser fisken umiddelbart slik at kvaliteten blir sikret på best mulig måte.⁵⁸

Domstein ASAs lokalisering og mottakskapasitet er *fysiske ressurser* for virksomheten. De prøver aktivt å styre sin egen råstofftilgang gjennom eierskap. Dette bidrar til å sikre tilgangen så vel som kvaliteten på råstoffet.

Produksjon/drift vil si de aktivitetene som er involvert i prosessene som gjør en råvare til et ferdig produkt. Økt konkurranse om råstoffene og smalere marginer har vært konsekvensen av de senere års reduserte norske fiskekvoter, kapasitetsoppbygging i industrien og færre leveringer fra utenlandske båters fangst. For å møte dette har Domstein ASA gjennomført store og omfattende omstillingstiltak for å tilpasse seg de endrede rammebetingelsene for råstofftilgang og marked.⁵⁹ Dette har vært nødvendig for å sikre konkurransekraft og overlevelsessevne. Når det gjelder kapasiteten på innfrysing per døgn har Domstein Pelagic AS, som tidligere nevnt, i dag en kapasitet på 2000 tonn fisk. Dette kommer også Domstein Enghav AS til gode. Konsernet kan dermed kjøpe store kvantum med fisk om gangen og på denne måten sikre en kontinuerlig produksjon og leveranse til begge forretningsområdene.

Konsernet har gjennom de siste årene foretatt flere forandringer og strategiske oppkjøp for å nå sitt mål om at Domstein Enghav AS skal bli en ledende leverandøren av fisk og sjømat i Norge. Det arbeides målbevisst for å øke foredlingsgraden og volumet av fersk fisk. I tillegg har det foregått noe omorganisering for å samordne og konsentrere produksjonen, deriblant at deler av frossenfiletproduksjonen er planlagt å flytte til land med lavere kostnader.

De største inngrepene for driften og produksjonen av ferdigvarer har imidlertid vært oppkjøpene av veletablerte og velrenommerte selskap, både i Norge og Sverige. Boviks konservfabrikk AB, kjøpt i slutten av 2003, har bidratt til å komplettere Domstein ASAs produktspekter innen kjølte produkter. I tillegg har kjøpet bidratt til å styrke konsernets samlede posisjon innen verdiøkende sjømatprodukter i Norden. Kjøpet av Inger Sørensen AS sommeren 2005 er et viktig steg for at Domstein Enghav AS skal nå sitt mål om å bli en landsdekkende leverandør av fersk fisk og sjømat. Inger Sørensen AS er en tradisjonsrik

⁵⁸ www.enghav.no

⁵⁹ Årsrapport Domstein ASA 2004

fiskegrossist på Fiskehallen i Oslo, og leverer fisk og sjømat hovedsakelig til storhusholdningsmarkedet på Østlandet gjennom et eget distribusjonsnett.

De nyeste oppkjøpene ble gjennomført høsten 2005. Iglo Haugesund AS, en av de største produsentene av fiskemat i Norge, og Breivik & Co. AS, en fiskegrossist på Bontelabo i Bergen. Breivik & Co. AS har sin egen distribusjon på Vestlandet. I følge konsernsjef Rolf Domstein vil kjøpet av Iglo Haugesund AS ”gjøre det mulig å fremstå som totalleverandør av fisk og sjømat i Norge”. Kjøpet av Breivik & Co. AS vil være ”et viktig strategisk steg i etableringen av en landsdekkende distribusjon av ferskfisk.”⁶⁰ I tillegg har de inngått avtale om kjøp av Vest Engros AS, en grossist og distributør av kjølevarer, hovedsaklig fisk og sjømat, i Stavanger, og Karmøy Delikatesse AS, en fiskegrossist og distributør på Karmøy. Disse kjøpene vil sikre Domstein Enghav AS en god distribusjonsdekning for fersk fisk og sjømat på Sør-Vestlandet.⁶¹ Domstein ASA er på god veg til å nå målet om landsdekkende distribusjon for fersk fisk og sjømat i Norge. Domstein Enghav AS har også etablert et eget selskap, Domstein Enghav Ferskfisk, som har vært i drift siden 1. januar i 2005 på fiskehallen i Oslo. Her finnes muligheter til å ta ut synergier med storhusholdningsleverandøren Inger Sørensen AS.

Domstein ASA har kapital til å foreta oppkjøp slik at de kan nå sine mål på ferdigvaresiden. På grunn av dette kan de delta i en større del av verdikjeden, vokse seg større og dermed muligens oppnå stordriftsfordeler i forhold til sine konkurrenter. De er dermed *finansielt* i stand til å gjennomføre sine strategier, noe man kan betrakte som en ressurs. Det er og en fordel for produksjonen at konsernet har store fryselaagre, noe som kan bidra til mer stabilitet i produksjonen.

Med **utgående logistikk** menes virksomhetens måter å gjennomføre kontroll, lagring og distribusjon av det ferdige produktet.⁶² De største markedene for pelagisk fisk er Asia og Øst-Europa og nesten 80 prosent av omsetningen til Domstein Pelagic AS skjer her. Når det gjelder lagring av ferdigprodukter har Domstein Pelagic AS til sammen en kapasitet på 24.000 tonn fisk.⁶³ Dette gjør de i stand til å møte etterspørselen også utenfor høysesongene.

⁶⁰ www.domstein.no, 1)

⁶¹ www.domstein.no

⁶² Roos, G. et al. (2004)

⁶³ www.domstein.no

Alle bedriftene til Domstein Pelagic AS ligger ved havet med egne kaianlegg. Dette er, som nevnt, en fordel for mottak av fisk, men likeså en fordel for distribusjonen.

En stor del av råstoffet som Domstein Enghav AS bruker i sin produksjon kommer fra Ervik Havfisk ASs autolinebåter. Fisken blir frosset om bord i båtene umiddelbart etter linen er trukket, noe som bidrar til å sikre topp kvalitet. Domstein Enghav AS loggfører nøye all fangst som tas imot på anlegget sitt i Måløy, og all informasjon legges i strekkode som følger fisken helt frem til handlekurven. Dette er en kvalitetskontroll på deres produkter. Oppdager de kvalitetsavvik kan de sjekke råvarefiskens historie og kalle tilbake produktene i det aktuelle partiet. Domstein Enghav AS har også egne laboratorier der de blant annet tester PH-verdi, saltinnhold, aerobe bakterier og enterobacteriaceae. I tillegg utfører eksterne laboratorier noe kontroll for selskapet.⁶⁴ Når det kommer til distribusjon har Domstein Enghav AS kjøpt seg inn i ferdige distribusjonskanaler både på Østlandet og Vestlandet.

Store lagringsmuligheter for ferdigvarer kan sees på som en *fysisk ressurs*. Gode kvalitetskontroller og sporingssystemet er med på å bidra til Domstein ASAs kvalitetsstempel, og er derfor en *organisatorisk ressurs*. Å være kjent for å produsere og levere kvalitetsvarer er viktig om Domstein Enghav AS skal nå sitt mål om å bli Nordens ledende leverandør av fisk og sjømat. Når det kommer til distribusjonen har Domstein ASA kjøpt seg inn i eksisterende distribusjonsnettverk utviklet av de respektive bedriftene de har kjøpt opp. Dette kan både være positivt og negativt. Inger Sørensen AS, Breivik & Co. AS og Vest Engros AS har vært i bransjen lenge. Det avgjørende for om distribusjonen kan sees på som en fortrinnskapende ressurs eller ikke, vil være om Domstein Enghav AS klarer å utnytte kunnskapen disse bedriftene besitter. Siden oppkjøpene er såpass nye kan man ennå ikke vurdere i hvilken grad Domstein Enghav AS klarer å skape slike synergier.

Ved **markedsføring og salg** er målet å gjøre kunden oppmerksom på produktet og å gjøre produktet tilgjengelig for forbrukerne. Ledelsen og salgsområdet for Domstein Pelagic AS holder til i Måløy. De har et nært samarbeid med sine kunder for å utvikle produkt- og logistikk-løsninger som gjør verdikjeden mer effektiv. Dette er med på å øke lønnsomheten for kundene og å gjøre Domstein Pelagic AS til en mer attraktiv leverandør. *Relasjonskapital* kan derfor her sees på som en ressurs.

⁶⁴ www.enghav.no

Domstein Enghav ASs salgsorganisasjon omfatter kontorer og distribusjonsenheter i Måløy, Våler, Oslo, Kungshamn, Silkeborg og Helsingfors. Siden målet er å bli størst i Norden er det nødvendig med salgskontorer også utenfor Norge. Slik får man spesialisert og skreddersydd både produktspekteret og markedsføringen mot de ulike markedene. I 2004 var det en positiv salgs- og resultatutvikling i Sverige og Danmark, mens det i Norge gikk litt ned på grunn av økt konkurranse og tapte marginer i lavprissegmentet.⁶⁵ Domstein Enghav AS leverer sine produkter både under Enghav merket og kjedenes egne merker. Dette gir en fordel siden Enghav når både prisbevisste og kvalitetsbeviste forbrukere i samme frysedisk uten at merkevaren Enghav blir svekket. Her er imidlertid konkurransen sterk, og noen stor strategisk fordel på dette området er vanskelig å oppnå.

Service er de aktiviteter som øker eller opprettholder verdien på produktet eller tjenesten. Det å vite hva kundene trenger og vil ha, er en forutsetning for å kunne yte korrekt og effektiv service.⁶⁶ Domstein ASA har vært på markedet lenge, og drevet med fisk gjennom flere generasjoner. De har opparbeidet seg en posisjon i markedet, og har et godt utgangspunkt for å kunne yte den beste servicen. Domstein ASA ønsker av å ha et godt forhold til sine leverandører for å sikre seg de beste varene. Innen pelagisk sektor vet kundene hva de får når de velger Domstein ASA. Domstein Pelagic AS er opptatt av å samarbeide med sine kunder om å lage gode logistikksystem og produktforbedringer. *Menneskelig kapital* og *relasjonskapital* er her stikkord som kan bidra til å gi Domstein ASA en strategisk i forhold til sine konkurrenter.

4.2.1.2 Støtteaktiviteter

Infrastruktur omfatter alle små systemer og prosjekter som gjør organisasjonen til en helhet, både formelle og uformelle. Dette omfatter også de strukturene og rutinene som opprettholder organisasjonskulturen. **Personaladministrasjon** omfatter alt som har med virksomhetens ansatte å gjøre, fra rekruttering og opplæring, til fastsettelse av lønns- og bonusordninger. **Teknologiutvikling** omfatter alle forbedringer som blir utført på det ferdige produktet, inkludert de prosessene som leder frem til det ferdige produktet. **Innkjøp** i denne sammenheng omfatter alle aktiviteter som sørger for at man kan ta imot og behandle de innkommende råvarene.⁶⁷

⁶⁵ Årsrapport Domstein ASA 2004

⁶⁶ Roos, G. et al. (2003)

⁶⁷ Roos, G. et al. (2003)

En viktig ressurs å ha for å få alle deler i virksomheten til å harmonisere er menneskelig kapital. At de som driver virksomheten har motivasjon og kompetanse er en fordel for primæraktivitetene, men spesielt for støtteaktivitetene i verdikjeden. Det er støtteaktivitetene som skal lime det hele sammen. Domstein ASA er en familiebedrift. Samlet eier de tre Domstein-brødrene Rolf, Gunnar og Knut Magne drøye 62 prosent av selskapet, og i tillegg sitter de på hver sin stilling i konsernledelsen. De har med andre ord store interesser i konsernet, og dermed motivasjon til at virksomheten skal gjøre det bra. De har alle tre god faglig kompetanse, og i tillegg har de fått fiskerinæringen inn med morsmelken. De sitter med innflytelse og burde ha den kompetansen som er nødvendig. For alle støtteaktivitetene samlet har det svært mye å si at Domstein ASA har en ressurs i *menneskelig kapital*.

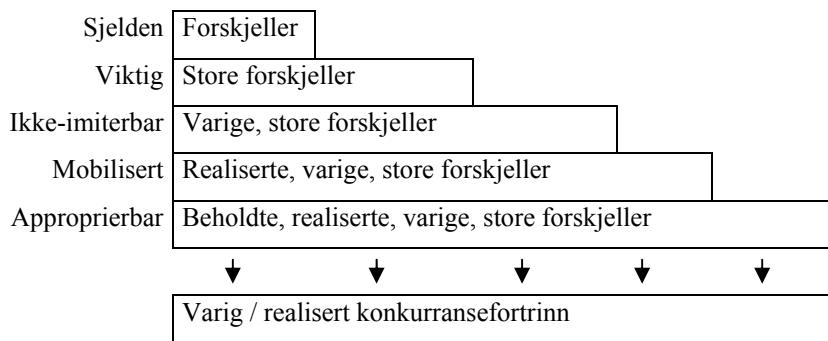
4.2.1.3 Oppsummering

Domstein ASA sitter på store *fysiske ressurser* ved at de har stor mottakskapasitet og lagerkapasitet for ferdigvarer. I tillegg er bedriftene i konsernet lokalisert nær viktige fiskefelt. De er utstyrt med nok *finansielle ressurser* til å gjennomføre valgte strategier, som for eksempel å utvide produktspekteret til konsernets ferdigvareproduksjon gjennom oppkjøp. Domstein ASA setter kvalitet høyt og har gode kontrollsystemer. Dette viser at de har *organisatoriske ressurser*. De er imøtekommende og samarbeidsvillige ovenfor leverandører og kunder. Dette er eksempler på *relasjonskapital*. Konsernet er en av de eldste aktørene i bransjen og sitter således på en mengde erfaring i fiskenæringen. I tillegg har ledelsen både faglig kompetanse og motivasjon via eierskap. For Domstein ASA er den *menneskelige kapitalen* viktig.

4.2.2 Er Domstein ASAs ressurser SVIMA?

For at ressurser skal kunne skape konkurransefortrinn, og dermed en avkastning utover kravet, må visse forutsetninger være til stede. For det første må ressursen være *sjelden*. Konkurrentene kan ikke ha samme ressurs i lik mengde og kvalitet. Ressursen må også være *viktig*, det vil si ha stor effekt på bedriftens kostnader og/eller kundenes betalingsvilje. Ressursen må kunne bevare sin verdi over tid, og derfor være *ikke-imiterbar*. Bedriften bør også klare å realisere sine ressurser til økonomisk verdi ved å spille en sentral rolle i bedriftens strategier. Ressursene vil da være *mobilisert*. Til slutt må verdien av en ressurs tilfalle bedriften. Den må *approprieres* i bedriften, og ikke til interessenter utenfor bedriften.

De ulike betingelsene bygger kumulativt opp grunnlaget for at en ressurs skal være et konkurransefortrinn, jfr. figur 4.2.⁶⁸



Figur 4.2: Kumulativ oppbygging av konkurransefortrinn

4.2.2.1 Fysiske ressurser

Lokaliseringen og den samlede mottaks- og innfrysingskapasiteten til Domstein Pelagic AS er fysiske ressurser. For bedrifter i fiskerinæringen er det imidlertid ikke uvanlig med lokalisering på et kaianlegg. Alt annet ville vært svært upraktisk, og kan snarere sees på som en forutsetning for å kunne være i bransjen enn et fortrinn. Man kan derfor ikke se på lokalisering som en fortrinnskapende ressurs. En mottakskapasitet på 2000 tonn i døgnet og en total frysekapasitet på 24000 tonn gjør Domstein ASA til den største av tre dominerende aktører i den pelagiske sektoren i Norge. Mottaks- og frysekapasiteten er derfor en sjelden ressurs blant dagens aktører. Å ha stor mottaks- og lagerkapasitet er viktig når råstoffleveransene er så variable som de er i dag. Det er imidlertid ikke umulig for konkurrentene å skaffe seg lignende fasiliteter om de er villige til å investere.

Sentralt i Domstein ASAs strategi er nært samarbeid med fiskebåtene. Her bruker de sin store mottaks- og frysingskapasitet som argument hvorfor fiskebåtene skal levere fangsten av hos akkurat dem. Ressursen er dermed mobilisert. Å ha stor lagerkapasitet i dårlige fisketider kan være en fordel siden Domstein ASA da har større muligheter til å opprettholde en jevn produksjon og leveranse. Ressursen er derfor appropriert inn i bedriften. Med lyse utsikter for fangstkvote av sild de nærmeste årene kan avtaler om faste leveranser mellom båter og bedrifter bli aktuelt, og verdien av å ha store lagre vil da få en enda større verdi.

4.2.2.2 Finansielle ressurser

Domstein ASA har siden juni i 2005 kjøpt opp fem selskap, inngått avtale om kjøp av ytterligere to selskaper og solgt sin eierandel i det tilknyttede selskapet Fjord Seafood ASA.

⁶⁸ Jakobsen, E.W. et al., (2001)

Oppkjøpene er et ledd i den strategiske prosessen for å gjøre Domstein Enghav AS til Nordens ledende leverandør av fisk og sjømat. Få andre norske fiskeforedlingsbedrifter er like kapitalsterke. I internasjonal sammenheng er derimot ikke kapitalen til Domstein ASA unik.

Å ha kapital er viktig, men imiterbart. Domstein ASA bruker sin økonomiske posisjon til å skape nye muligheter gjennom oppkjøp. Om gevinstene av de nye oppkjøpene tilfaller konsernet er det for tidlig å si noe om. Ser man på gevinster på tidligere oppkjøp, som for eksempel Boviks Konservfabrikk AB, Ervik Havfiske AS og Fjord Seafood ASA, har Domstein ASA opplevd delte erfaringer om man kun ser på det finansielle utbyttet av disse. De to sistnevnte har innbrakt negativt resultat de siste årene, mens det førstnevnte selskapet bidro til en positiv vekst i Domstein Enghav AS i 2004.⁶⁹

4.2.2.3 Organisatoriske ressurser

Domstein Enghav AS ser på kvalitet som svært viktig. De har utviklet et sporingssystem på varene sine og tester varene i både egne laboratorier og eksterne laboratorier. Når det gjelder sporingssystemet har også Enghavs største konkurrent Findus AB et tilsvarende system.⁷⁰ Det er viktig å være kjent for god kvalitet for å kunne bli en ledende aktør på fersk- og frossenfisk markedet, men kvalitet er også en forutsetning for å kunne operere på dette markedet. Både et sporingssystem og testing av varene i laboratorium er lett å imitere, men krever dog investeringer.

4.2.2.4 Relasjonskapital

Bedriftene i Domstein ASA har gode relasjoner til sine leverandører og kunder. Gode relasjoner til leverandører og kunder er ikke uvanlig i pelagisk sektor. De fleste som opererer i denne bransjen er opptatt av en effektiv og kvalitetssikker verdikjede. For å oppnå dette må kontakten med både leverandører og kunder være den beste. I ferdigvaresektoren, der Findus AB er den største konkurrenten, tror vi at Domstein Enghav AS har større muligheter til å etablere gode leverandørforhold. Dette fordi Findus AB er nødt til å forholde seg til et større antall leverandører siden de opererer i flere forretningsområder. Når det gjelder de mindre aktørene på det norske markedet kan man anta at disse har gode leverandørforhold siden mindre bedrifter har større forutsetninger for dette.

⁶⁹ Årsrapport Domstein ASA 2004

⁷⁰ www.findus.se

Domstein ASA forsøker stadig å forbedre kontakten med både leverandører og kunder. Dette er en del av konsernets overordnede målsetninger og strategier. Godene fra samarbeidet vil fordeles på konsernet og deres leverandører og kunder. En effektiv verdikjede vil dermed være til fordel for alle parter.

4.2.2.5 Menneskelig kapital

Menneskelig kapital er svært sentralt i Domstein ASA. Få andre aktører i norsk fiskerier kan vise til en så lang og sammenhengende drift med samme familie som både eiere og ledere. De setter sine ansatte høyt, har fokus på fravær og fraværsårsaker og satser på et inkluderende arbeidsliv. Sykefravær har hatt en positiv utvikling de senere år, mye grunnet målbevisst og systematisk arbeid.⁷¹

4.2.3 Oppsummering av internanalysen

Ressurs	S	V	I	M	A	Utfall
Lokalisering	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Viktig, men ikke unikt
Mottaks- og frysingskapasitet	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Viktig, men ikke varig
Kapital	Ja, i Norge	Ja	Nei	Ja	Delvis	Viktig, men midlertidig?
Sporingsystem og laboratoriumkontroll	Ja, i Norge	Ja	Nei	Ja	Ja	Viktig, men ikke varig
Relasjonskapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Delvis	Viktig for å kunne være en av Norges markedsledere
Menneskelige ressurser	Ja	Ja	Ja, på kort sikt	Ja	Ja	Viktig og varig

Tabell 4.1: Oppsummering av de viktigste ressursene til Domstein ASA

Ut fra gjennomgangen av ressursene kan det tyde på at Domstein ASAs styrke ligger i virksomhetens menneskelige ressurser. De er kapitalsterke, som er en fordel for å kunne gjennomføre valgte strategier. Fiskerier er en svært syklisk bransje. I dårlige tider, som tilfellet har vært de siste årene, er kapital og erfaring viktig for å ikke dukke under. Å ivareta og bygge på sine menneskelige ressurser vil få større betydning for Domstein ASA fremover, og kan bidra til at de også i fremtiden vil være en viktig aktør i fiskerierieringen.

⁷¹ Årsrapport Domstein ASA 2004

5. Regnskapsanalyse

En analyse av regnskapstallene til Domstein ASA vil hjelpe oss til å få en større forståelse av virksomhetens finansielle historie, dagens situasjon og fremtidens muligheter. En regnskapsanalyse skal i følge Kinserdal ⁷² *avdekke og klargjøre* slik at man får en større forståelse av de underliggende økonomiske forholdene, for eksempel til analysebruk. En analyse av regnskapstallene brukes hovedsakelig til å fatte beslutninger i virksomheten eller til å utøve økonomisk kontroll. Fokuset i analysen vil være forskjellig for de to bruksområdene. Regnskapsanalysens fokus vil også være påvirket av hvilke interesser den som analyserer har i virksomheten. De mest vanlige interessentene er kreditorer og investorer. *Kreditorers* fokus er på faste eiendeler og verdier man forholdsvis lett kan realisere. De får ingen fordeler av en eventuell opptur i virksomheten, men kan påføres store tap ved en eventuell nedtur. Konkursrisiko står derfor sentralt hos en kreditor. Høyst sannsynlig foretrekker de en forsiktig og pålitelig vurdering av verdiene i virksomheten. En *investors* fokus er blant annet på potensielle fremtidige verdier og virksomhetens potensial til å generere lønnsomhet. De søker pålitelig informasjon, men vil trolig vektlegge verdirelevant informasjon høyere enn en kreditor. De nyter godt av en eventuell ”oppside” i virksomheten, mens eventuelle tap er begrenset til innskutt kapital. En investor vil antageligvis søke en optimal balansegang mellom et pålitelig og verdirelevant estimat på verdiene i virksomheten.

Når vi videre skal analysere regnskapstallene til Domstein ASA inntar vi et investorperspektiv. Vi skal finne et verdiestimat på egenkapitalen til Domstein ASA per utestående aksje. Vi vil i regnskapsanalysen ha fokus på verdiskapning og verdivurdering.

Før vi kan starte opp med regnskapsanalysen av Domstein ASA må vi avklare hvor lang analyseperiode vi skal se på og hvilke bedrifter i bransjen vi skal sammenligne virksomheten med. Hvor langt bakover i tid man bør analysere avhenger av stabiliteten til virksomheten. Om virksomheten er stabil bør man velge en lang analyseperiode, men om virksomheten har gjennomgått relativt store strukturell endring de seneste årene vil eldre regnskapstall være lite representative, og man bør velge en kort analyseperiode. Å sammenligne med virksomheter i samme bransje er nødvendig for å få en målestokk på Domstein ASAs regnskapstall. Det mest optimale er å analysere de enkelte forretningsområder i virksomheten. For Domstein ASA vil

⁷² Kinserdal, A. (2001)

det betyr at vi må dele opp analysen i ferdigvare- og pelagisk sektor. Imidlertid byr dette på problemer siden tilgangen på regnskapsinformasjon fordelt på de ulike forretningsområdene er mangelfull. Vi må derfor utføre analysen på aggregert nivå.

Vi har valgt å se på regnskapstall tilbake til 1999. Domstein ASA vart børsnotert i juni 2001, og vi får dermed med ett par år før børsnoteringen. Å gå lenger tilbake i tid enn 1999 kunne være interessant, men nytten av det er begrenset siden konsernet har litt andre satsningsområder i dag enn for noen år siden. I tillegg til børsnoteringen har Domstein ASA i løpet av disse årene investert, tilrettelagt og fokusert i større grad på produksjon av ferdigvarer.

For å få en bedre forståelse av ulike måletall, er det nyttig å ha et sammenligningsgrunnlag. Vi har valgt å se på den økonomiske utviklingen i Domstein ASA i tillegg til å sammenligne de med konkurrerende bedrifter i Norge. Å finne virksomheter som er helt identiske er vanskelig. Vi har valgt å sammenligne konsernet med de største konkurrentene i pelagisk sektor, Global Fish AS og Westcoast AS. Vi vil også se på West Fish Aarsæther AS siden de i stor grad opererer i de samme forretningsområdene. Som tidligere nevnt er Findus AB den eneste reelle konkurrenten til Domstein Enghav AS på ferdigvaremarkedet i Norden, men for Findus AB er fiskeprodukter kun en andel av hele produktspekteret. I tillegg opererer Findus AB under andre rammebetingelser, blant annet siden Sverige er medlem av EU, og på langt flere markeder. Findus AB er eid av det svenske finansieringsselskapet EQT og er hittil ikke notert på børs. Alle disse faktorene gjør at en sammenligning med Findus AB blir vanskelig å gjennomføre og mindre relevant.

5.1 ”Trailing” årsregnskap

Aksjeselskap skal i følge regnskapsloven § 8-1 offentliggjøre årsregnskapet. Børsnoterte selskap må i tillegg gi ut kvartalsrapporter til offentligheten, jfr. § 6-1 i børsforskriften av 17. januar 1994. For å få en best mulig avbildning av de underliggende økonomiske forholdene i Domstein ASA, kan man utarbeide et estimat på årsregnskapet det inneværende året basert på de siste kjente kvartalsrapportene. For resultatregnskapet betyr dette de fire siste kvartalene, og for balansen betyr dette den siste kjente balansen. Ved å ”traile” årsresultatet forutsetter vi like betingelser som året før. Siden prisen og tilgangen på fisk kan variere mye, kan et ”trailet” årsregnskap være lite presist. Et alternativ kan være å budsjettere utviklingen. Å budsjettere krever et godt innblikk i virksomheten og de faktorene som påvirker årsresultatet.

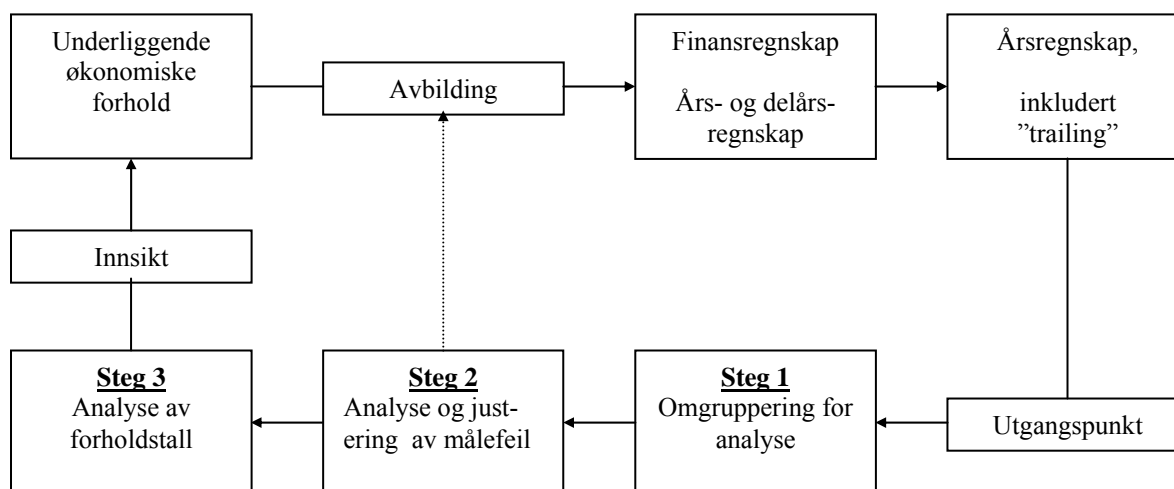
Vår manglede innsikt i disse forholdene gjør at ”trailing” trolig vil gi oss det beste estimatet på årsregnskapet for Domstein ASA i 2005. Vi vil imidlertid ta hensyn til usikkerheten i det ”trailede” årsregnskapet videre i analysen og verdsettelsen.

For Domstein ASA er de siste kjente regnskapstall på nåværende tidspunkt fra 2. kvartal 2005. Utgangspunktet for et estimat på resultatregnskapet for 2005 er det siste halvåret i 2004 og det første halvåret i 2005. Balansen i ”trailingåret” viser situasjonen per 30.06.2005. Det kan imidlertid diskuteres om dette er et godt estimat siden det har skjedd store forandringer, hovedsakelig oppkjøp av virksomheter og utdeling av ekstraordinært utbytte, i 3. kvartal. Vi velger derfor å vektlegge dette estimatet på lik linje med de siste tre års rapporterte tall, jfr. kapittel 6 nedenfor.

Kvartalsrapporter er ofte lite spesifiserte. Siden flere poster er slått sammen er det vanskelig å lage gode ”trailing” årsregnskap. Løsningen blir å se på tall i årsrapporten året før, og utarbeide estimater ut fra disse. Domstein ASA har i sin kvartalsrapport slått sammen finanspostene. Som estimat på finansinntektene og kostnadene har vi dermed sett på disse postene i de tidligere årsrapportene. Konsernet har ikke hatt finansinntekter de siste to årene, og vi velger derfor å sette finansinntektene i ”trailing” regnskapet lik null. I balansen er de fleste postene slått sammen. Vi har løst dette ved å fordele de med samme forhold som i årsregnskapet for 2004.

For å ta hensyn til den årlige veksten i bransjen og økonomien generelt kan man utvide ”trailingresultatet” med en estimert årlig vekstfaktor. Et vekstjustert resultatregnskap vil gi endringer i inntektene og kostnadene, men effekten på årsresultatet er liten. I tillegg kan det påføre mer støy. Vi ser dermed ingen grunn til å vekstjustere resultatregnskapet til Domstein ASA i ”trailingåret”.

5.2 Rammeverk for regnskapsanalyse



Figur 5.1: Modell for regnskapsanalyse⁷³

5.3 Omgruppering for investororientert analyse

”Omgruppering for regnskapsanalyse vil si å skreddersy oppstillingen til det finansregnskapet skal brukes til”.⁷⁴ Siden vi har et investororientert syn, ønsker vi å omgruppere for å få en oppstilling som er sentrert rundt verdiskapning og verdivurdering. Omgruppering for regnskapsanalyse endrer ikke de offentlige regnskapstallene, men ved å ha et klarere skille mellom drift og finansiering, og mellom normale og unormale poster vil vi få bedre innsikt i underliggende økonomiske forhold. Normale poster er poster i regnskapet som kommer igjen periode etter periode, som for eksempel lønnskostnader. En unormal post er spesiell for perioden den befinner seg i, for eksempel en nedskrivning. Med et omgruppert finansregnskap er regnskapstallene klare for analyse og justering av målefeil, og analyse av forholdstall.

Omgruppering for investororientert analyse kan gjøres i fire steg.

- 1) *Foreslått utbytte = egenkapital*. Ved et investororientert syn har man et eierperspektiv, og siden utbytte ikke er gjeld for en eier, inkluderes dette i egenkapital.
- 2) *”Dirty surplus” = Resultatelement*. ”Dirty surplus” er brudd på kongruensprinsippet i regnskapslovens § 4-3 om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultatet. I ”dirty surplus” inngår bare resultatelement. Kapitalinnskudd eller –uttak er en del av netto betal utbytte.

⁷³ Knivsflå, K.H., (2005), Forelesning 5

⁷⁴ Knivsflå, K.H., (2005), Forelesning 5

- 3) *Normalt kontra unormalt*. Kun normale poster er relevant for fremoverskuende analyse, og vi ønsker derfor å skille ut de unormale postene.
- 4) *Drift kontra finans*. I investororientert analyse ønsker man å finne ut hvor mye driften kaster av seg og hvor mye finansieringen koster. Vi må derfor skille mellom drift og driftsinvesteringer, og finansiering og finansiell investering. Balansen omgrupperes fra å ha fokus på likviditet til å ha fokus på drifts- kontra finansiell kapital.

I følge regnskapsloven § 6-6 skal det i resultatregnskapet og balansen vises tilsvarende tall for hver post fra foregående årsregnskap. I noen av årsrapportene til Domstein ASA stemmer ikke de rapporterte tallene for ett år med neste års årsrapport. For eksempel avviker tallene for 1999 i 1999-årsrapporten og 2000-årsrapporten. Ved slike avvik har vi valgt å benytte oss av de senest oppdaterte tallene, slik at tallene for 1999 er de som er oppgitt i 2000-årsrapporten. Siden endring i egenkapital kun rapporteres i de respektive årene, har dette skapt problemer. De uforklarte differansene som dette har ført til, har vi valgt å føre som ”dirty surplus”. Forutsetningen for å kunne gjøre dette er at endringen i regnskapstallene skyldes endret prinsipp for regnskapsføring, noe som ikke vil påvirke netto betalt utbytte. I 2000 rapporterer Domstein ASA at de endret presentasjon av investering i felleskontrollert virksomhet fra egenkapitalmetoden til bruttometoden. I 2002 gikk de tilbake til tidligere behandlingsmetode for Ervik Havfiske AS.

Ekstraordinære og diskontinuerlige poster er unormale poster. Det er svært strenge krav for å kunne definere en post som ekstraordinær, jfr. NRS 5, og man finner sjelden ekstraordinære poster i årsregnskapet. Diskontinuerlige poster skal i følge NRS 12 spesifiseres. I tillegg skal alle poster som minner om en- eller fågangsposter grupperes som unormale. Typiske unormale poster er ”dirty surplus”, nedskrivning og tap/gevinst ved salg. Slike poster fører til et unormalt driftsresultat for Domstein ASA i alle analyseårene, og unormalt finansresultat i to av årene.

Ved omgruppering i normale kontra unormale poster og drift kontra finansiering må man også fordele skattekostnaden på normalt og unormalt drifts- og finansresultat. Den effektive finansielle skattesatsen forutsettes å være 28 prosent siden finansielle forhold sjelden gir grunnlag for utsatt skatt eller skattefordel. Den årlige driftsskattesatsen regnes ut ved å

dividere driftsrelatert skattekostnad på driftsresultatet før skatt.⁷⁵ Denne driftsskattesatsen brukes på unormalt driftsresultat. I det normaliserte driftsresultatet bruker vi en normalisert driftsskattesats som ofte er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen over analyseperioden⁷⁶. Dersom denne avviker mye fra 28 prosent bør man benytte gjennomsnittlig driftsskattesats i bransjen eller selskapsskattesatsen på 28 prosent.

Domstein ASA har en svært varierende driftsskattesats. Forklaringen på dette er at de opererer i en syklisk bransje hvor et høyt resultat i ett år kan etterfølges av et dårlig resultat i det påfølgende. Konsernets normaliserte driftsskattesats ligger på 10,68 prosent over analyseperioden. Dette er noe lavere enn selskapsskattesatsen på 28 prosent. Likevel ser vi på denne som meningsfull i regnskapsanalyseperioden siden en lavere skattesats ikke er unormalt i en næring med mye underskudd til fremføring.

For å skille mellom driftsrelaterte og finansrelaterte fordringer og gjeld ser vi på om fordringen eller gjelden er rentebærende eller ikke. Rentebærende fordringer, for eksempel fordringer som i realiteten er utlån, og rentebærende gjeld har vi definert som finansielle. Ikke-rentebærende fordringer og gjeld har vi definert som driftsrelaterte. Tilknytte selskaper, det vil si aksjeposter der virksomheten har vesentlig påvirkning, sees på som driftstilknytte investeringer. I det omgrupperte resultatregnskapet til Domstein ASA er derfor nettoresultatene fra de tilknyttede selskapene inkludert i netto driftsresultat. I den omgrupperte balansen er investering i tilknytte selskap definert som driftsrelaterte anleggsmidler.

For Domstein ASA er alle de finansielle anleggsmidlene, unntatt investering i tilknytte selskap, definert som finansielle anleggsmidler i den omgrupperte balansen. I posten "Andre fordringer" under omløpsmidler inngår blant annet forskuddsbetalte kostnader og andre fordringer. Vi har inkludert andre fordringer i tillegg til posten "Bankinnskudd, kontanter, o.l." i finansielle omløpsmidler. Å klassifisere posten "Bankinnskudd, kontanter o.l." som finansielle omløpsmidler kan diskuteres siden man trenger en viss mengde likvider for å drive en virksomhet. Det er imidlertid vanskelig å skille ut driftslikvider, og vanlig praksis er derfor å karakterisere alle kontanter som finansielle eiendeler.

⁷⁵ Formel 5.1

⁷⁶ Formel 5.2

Domstein ASA har i kvartalsrapportene slått sammen gjeldspostene rentebærende og øvrig langsiktig gjeld, og rentebærende og ikke-rentebærende kortsiktig gjeld. Vi forutsetter at posten "Øvrig langsiktig gjeld" er ikke-rentebærende, og klassifiserer den som langsiktig driftsrelatert gjeld. Her inkluderes også alle postene i avsetning for forpliktelser. "Konvertible lån" og "Gjeld til kredittinstitusjoner" har vi definert som langsiktig finansiell gjeld. Under kortsiktig finansiell gjeld inngår kun "Gjeld til kredittinstitusjoner". De øvrige postene under kortsiktig gjeld, bortsett fra avsett utbytte (jfr. steg 1 ovenfor), har vi klassifisert som kortsiktig driftsrelatert gjeld. Dette fordi mesteparten av kortsiktig gjeld vanligvis er driftsrelatert.

Når minoritetsinteresser kun utgjør en liten andel av total egenkapital er de uvesentlige ved analyse, og kan med fordel elimineres. Dette gjøres ved å la de inngå som en del av finansiell gjeld slik at man ser på disse som fremmedkapital. Om man karakteriserer minoritetsinteressene som finansiell gjeld vil netto minoritetsresultat være en del av netto finanskostnad. I Domstein ASA er minoritetsinteressene i prosent av egenkapitalen fra 0 til 4 prosent i analyseperioden. I de siste fem årene, inkludert "trailingåret", har de ikke oversteget 1 prosent. Dette taler for å la de inngå i finansiell gjeld, og se på netto minoritetsresultat som netto finanskostnad. I utgangspunktet er ikke denne fremgangsmåten korrekt, men praktisk.

5.4 Analyse og justering av målefeil

De omgrupperte årsregnskapene bygger på offentlig informasjon og kan dermed inneholde målefeil. *Målefeil* er differansen mellom det regnskapsmessige og det økonomiske resultatet, der regnskapsmessig resultat er uttrykket for økonomisk resultat innenfor de begrensinger god regnskapsskikk setter. Eventuelle målefeil kan gjennom regnskapsanalysen og vurderingene bak budsjettet få en indirekte påvirkning på selve verdsettingen. For å få et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene, kan det derfor i noen tilfeller være hensiktsmessig å justere de rapporterte regnskapstallene.

Graden av justering er en skjønnsmessig vurdering. Prinsipielt sett er verdibasert regnskapsføring målet slik at man får et korrekt bilde av den økonomiske situasjonen til virksomheten. Når det gjelder netto finansiell gjeld er dette i stor grad gjennomførbart siden markedsverdien på finansielle eiendeler og gjeld ofte er kjent. Driftsrelaterte eiendeler og gjeld blir som oftest ikke omsatt i likvide markeder. Å justere verdien på netto driftseiendeler kan redusere påliteligheten, men øke relevansen gjennom bedre verdimåling. En praktisk

målsetting kan dermed være å tilpasse seg den optimale kombinasjonen av pålitelighet og relevans ved å justere disse mot korrekt historisk kost. Det finnes en lang rekke justeringer som kan gjennomføres. Vi vil her ta for oss noen av justeringene som kan være aktuelle i regnskapet til Domstein ASA.

Domstein ASA ble børsnotert i juni 2001. Året før tok de opp et stort lån i forbindelse med oppkjøpet av Pieters N.V. Belgia. I tillegg har konsernet hatt bonusordning for ledelse og nøkkelpersoner frem til 2003, da dette ble erstattet av en opsjonsordning. Disse forholdene gjør at det finnes incentiver til å blåse opp resultatene gjennom kreativ regnskapsføring. Kreativ regnskapsføring vil si å bevisst bringe det rapporterte resultatet mindre i samsvar med beste estimat. Domstein ASA er en handelsbedrift og har relativt store varelagre og kundefordringer. Vi har derfor valgt å se spesielt på disse postene. Gjennom å overvurdere (undervurdere) varelageret kan en flytte driftskostnader fremover (bakover) i tid. Overvurdering (undervurdering) av kundefordringer gjennom manglende eller for lite (for mye) tapsavsetning har den virkning at netto driftsinntekter, og dermed netto driftsresultat, blir overvurderte (undervurdert). Vår analyse av ulike diagnostiske forholdstall viser imidlertid ingen indikasjon på kreativ regnskapsføring i disse postene.

Nedskrivning bør prinsipielt tilbakeføres for å få korrekt mål på investert kapital, men kan alternativt behandles som en unormal post. Tilbakeføring vil være relevant for rentabilitetsanalyse, men det vil gjøre balansen uegnet for risikoanalyse. Ved tilbakeføring bør kapitalen avskrives over et passende estimat på forventet gjenværende levetid. I vår analyseperiode er det gjennomført nedskrivning av anleggsmidler i tre av årene, der kun nedskrivningen i 2000 er av betydelig beløp. På grunn av usikkerhet rundt avskrivingshorisont og metode har vi valgt å ikke tilbakeføre nedskrivningene, da dette trolig vil tilføre mer støy enn de fordelene det vil gi. Siden vi i tillegg er interessert i å analysere både rentabiliteten og risikoen i konsernet, har vi valgt å behandle nedskrivningen som en unormal post. Vi er imidlertid oppmerksomme på at fremtidige avskrivninger blir undervurdert ved å ikke justere for tidligere nedskrivninger.

Som de fleste andre norske og internasjonale virksomheter bruker Domstein ASA lineære avskrivninger. Denne type avskrivningsmetode fører som regel til dårlig sammenstilling og dermed målefeil i forhold til korrekt historisk kost. I prinsippet bør dette justeres, men dette er problematisk i praksis. Siden vi ikke kjenner de genererte kontantstrømmene til de ulike

anleggsmidlene, er det vanskelig å finne en passende avskrivingsprofil. Det kan også argumenteres for at målefeil på grunn av avskrivingsmetode kan oppveie hverandre dersom virksomheten er i moden fase. Vi velger på dette grunnlag å ikke foreta noen justering.

Konsernet etablerte i begynnelsen av 2004 et treårig opsjonsprogram. Det er totalt tilordnet 1 700 000 opsjoner og innløsningskursen er satt til kr 6 per aksje. Tildelte opsjoner til ansatte er gjeld som bør balanseføres til virkelig verdi og kostnadsføres over ventet opptjeningstid om oppgjøret er i kontanter. Dette er i samsvar med god regnskapsskikk etter 2004, jfr. IFRS 2. Beregning av opsjonens verdi vil være avhengig av både valg av modell og forutsetninger. Domstein ASA har utarbeidet sammenlignbare tall for 2004 etter IFRS der de har klassifisert opsjonene som øvrig langsiktig gjeld. Den totale verdien av utestående opsjoner er satt til ca. 5 millioner, med en kostnadsføring på 1,664 millioner per år. For å beregne opsjonsverdien har de tatt utgangspunkt i en standardmodell og lagt inn standardiserte forutsetninger. Selv om det ikke er opplyst hvilke forutsetninger som er lagt til grunn, har vi valgt å justere regnskapet på bakgrunn av dette estimatet.

ÅR	2004	2005T
- Virkning lønnskostnad	1664	1664
= Resultatvirkning før skatt	-1664	-1664
- Skattevirkning 28%	-466	-466
= Resultatvirkning etter skatt	-1198	-1198
Kontanter	0	0
Forskuddsbetalte tjenester	3328	1664
Sum eiendeler	3328	1664
Egenkapital	-1198	-2396
Netto utsatt skatt	-466	-932
Avsetting for opsjongjeld	4992	4992
Sum EK og gjeld	3328	1664

Tabell 5.1: Virkning av justering av opsjonslønn (tall i hele 1000)

Beregning av pensjonskostnader bygger på ulike økonomiske og aktuarmessige forutsetninger. Endringer i forutsetningene er å betrakte som endringer i regnskapsestimater, og virkningene burde dermed inngå i resultatet i den perioden de oppstår. Den faktiske avkastningen på pensjonsmidlene kan også avvike vesentlig fra forventet avkastning. NRS 6, jfr. IAS 19, legger opp til en form for utjevning ved at endringer og avvik periodiseres over flere år.⁷⁷ På denne måten blir svinginger jevnet ut over tid, som er en form for normalisering.

⁷⁷ www.ey.com

Vi har valgt å justere for ikke-resultatførte virkninger av estimatavvik i Domstein ASA.

Endringer i det omgrupperte resultatet og balansen vises i tabellen under.

AR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Ikke-resultatført virkning av estimatavvik	0,0	0,0	94,0	-64,0	40,0	198,0	198,0
Virkning på							
Netto driftseiendeler før skatt	0,0	0,0	-94,0	64,0	-40,0	-198,0	-198,0
Utsett skatt	0,0	0,0	-26,3	17,9	-11,2	-55,4	-55,4
Netto driftseiendeler	0,0	0,0	-67,7	46,1	-28,8	-142,6	-142,6
Egenkapital	0,0	0,0	-67,7	46,1	-28,8	-142,6	-142,6
Unormalt driftsresultat	0,0	0,0	-94,0	158,0	-104,0	-158,0	0,0
Endring i utsatt skatt	0,0	0,0	-26,3	44,2	-29,1	-44,2	0,0
Unormalt netto driftsresultat	0,0	0,0	-67,7	113,8	-74,9	-113,8	0,0

Tabell 5.2: Vikningene av justert pensjon (tall i hele 1000)

Domstein ASA resultatfører inntekt når den er opptjent, normalt på leveringstidspunktet ved salg av varer og tjenester. Inntektsføring bør justeres fra leveringstidspunkt til avtaletidspunkt om det foreligger en bindende avtale. Vi kan ikke se at konsernet har slike bindende avtaler, og vil dermed ikke foreta noen justering.

Direkte kostnadsføring av utgifter til forskning og utvikling bør balanseføres som investert kapital og avskrives over et passende estimat på levetiden. Domstein ASA vurderer kostnadene de har forbundet med forskning og utvikling til å ha varig verdi. Disse er dermed balanseført og avskrives over estimert økonomisk levetid. Har virksomheten mye egengenerert goodwill, kan det argumenteres for at kjøpt goodwill ikke bør avskrives for å veie opp målefeilen ved at egengenerert goodwill ikke balanseføres. Vi er usikre på i hvilken grad Domstein-konsernet har egengenerert goodwill. Mangel på kunnskap om dette vil trolig føre til at en justering vil tilføre mer støy enn reflektere underliggende økonomiske forhold.

Bruk av kostmetoden for driftsrelaterte investeringer bør erstattes av egenkapitalmetoden eller bruttometoden. Kontinuitetsmetoden ved foretaksintegrasjon bør erstattes med oppkjøpsmetoden. Domstein ASA benytter egenkapitalmetoden ved behandling av driftstilknytte selskap og oppkjøpsmetoden ved kjøp og salg av virksomheter. Vi ser dermed ingen behov for å justere disse postene.

Vi har nå foretatt noen justeringer, men virkningen på nettoresultatet og egenkapitalen er liten. Likevel vil disse størrelsene være bedre i samsvar med underliggende økonomiske forhold siden noen målefeil er blitt redusert.

5.5 Oversikt over omgrupperte og justerte hovedtall

ÅR		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
OMGRUPPERT RESULTAT									
Driftsinntekter	DI	1 692 873	1 189 929	1 499 320	2 587 537	1 904 121	1 363 547	1 494 567	1636767
Netto driftsresultat	NDR	47 545	63 544	62 533	-93 088	-96 414	-143 839	-36 698	-17 417
Netto finanskostnad	NFK	31 331	36 358	58 877	71 620	66 836	36 171	26 863	29 624
Nettoreultat til EK	NRE	17 769	31 316	10 458	-155 582	-160 997	-180 010	-63 560	-47 041
OMGRUPPERT BALANSE									
Driftsrel. Anleggsmidler	DAM	409 182	559 908	1 251 677	1 185 815	923 949	834 409	738 919	534 271
Langsiktig driftsrel. gjeld	LDG	37 076	44 970	104 846	103 267	58 616	63 027	19 483	17 560
Netto anleggsmidler	NAM	372 106	514 938	1 146 831	1 082 548	865 333	771 382	719 436	516 710
Driftsrel. Omløpsmidler	DOM	539 998	431 562	697 511	729 522	442 343	431 857	489 046	436 455
Kortsiktig driftsrel. Gjeld	KDG	181 491	143 377	279 227	285 375	160 820	162 466	240 068	139 000
Driftsrel. Arbeidskapital	DAK	358 507	288 185	418 284	444 147	281 523	269 391	248 978	297 455
Netto driftseiendeler	NDE	730 613	803 123	1 565 115	1 526 695	1 146 856	1 040 773	968 414	814 165
Fin. Anleggsmidler	FAM	46 736	79 513	88 576	47 474	32 192	31 650	30 737	4 163
Fin. Omløpsmidler	FOM	12 553	30 610	76 264	84 271	21 992	13 988	20 839	17 230
Finansielle eiendeler	FE	59 289	110 123	164 840	131 745	54 184	45 638	51 576	21 394
Sysselsatte eiendeler	SSE	789 902	913 246	1 729 955	1 658 440	1 201 040	1 086 411	1 019 990	835 559
Egenkapital	EK	232 772	247 021	352 442	528 304	398 653	309 649	206 374	434 159
Langsiktig fin. Gjeld	LFG	327 699	388 787	926 797	682 776	485 770	483 284	469 141	282 300
Kortsiktig fin. Gjeld	KFG	229 431	277 438	450 716	447 360	316 617	293 478	344 475	119 100
Finansiell gjeld	FG	557 130	666 225	1 377 513	1 130 136	802 387	776 762	813 616	401 400
Sysselsatt kapital	SSK	789 902	913 246	1 729 955	1 658 440	1 201 040	1 086 411	1 019 990	835 559

Tabell 5.3: Omgrupperte og justerte hovedtall

6. Analyse av risiko

Et forholdstall er et ”relativt forhold mellom vanligvis to regnskapstall som gir innsikt i underliggende økonomiske forhold”.⁷⁸ Det finnes to hovedtyper forholdstallsanalyse. I dette kapitlet skal vi ta for oss analyse av risiko, mens analyse av lønnsomhet og vekst blir gjennomgått i neste kapittel.

Risiko kan deles inn i systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko er risikoen i forhold til markedet, mens usystematisk risiko er selskapsspesifikk. For kreditorer og udiversifiserte investorer er selskapsspesifikk risiko relevant. Regnskapsbasert risikoanalyse med tanke på å avdekke selskapsspesifikke risikofaktorer gjennom likviditetsanalyse og soliditetsanalyse blir dermed aktuelt. En analyse av likviditeten fokuserer på kortsiktig kredittrisiko og en analyse av soliditeten fokuserer på langsiktig kredittrisiko. Kredittrisikoen er sannsynligheten for at virksomheten går konkurs. Risikoen til en virksomhet kan oppsummeres gjennom en syntetisk rating.

Når vi har analysert forholdstallene til Domstein ASA bakover i tid har vi benyttet et tidsvektet gjennomsnitt. Et tidsvektet gjennomsnitt vil si å enten legge mest vekt på de senere års regnskap eller å vekte alle regnskapsårene like mye. Om virksomheten har endret seg over tid eller om bransjen er svært innovativ taler dette for en større vekt på de seneste regnskapsårene. Om virksomheten er rimelig stabil over tid kan det argumenteres for mer likevektning. Vi har valgt å legge lite vekt på årene før børsnoteringen, og mer jevn vekt på årene etter, jfr. tabell 6.1. Dette gjør vi siden de siste årene representerer dagens drift bedre, samtidig som effekten av svingningene i bransjen fra et år til et annet blir tatt hensyn til. Disse vektene er brukt gjennom hele analysen.

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Vekter	5 %	10 %	10 %	15 %	20 %	20 %	20 %

Tabell 6.1: Oversikt over valgte vekter i de enkelte år.

Å sammenligne med bransjetall vil si å analysere virksomheten på tverrsnitt av naturlig sammenlignbare virksomheter. Vi har, som nevnt i kapittel 5, funnet tre komparative virksomheter, som inkludert Domstein ASA representerer en komparativ bransje. Det

⁷⁸ Knivsflå, K.H., 2005, Forelesning 9

tidsvektede gjennomsnittet av forholdstallet i den komparative bransjen blir målestokken Domstein ASA blir vurdert ut i fra.

6.1 Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko

Analyse av likviditet fokuserer på om virksomheten har likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling, eller om det er sannsynlig at selskapet kommer i en likviditetskrise med fare for konkurs. Dette kan gjøres ved en forholdstallsanalyse og/eller en kontantstrømanalyse. Forholdstallene vi skal analysere er *likviditetsgrad 1* (lg1), *rentedekningsgrad* (rdg) og *finansielle gjeldsdekning*. En kontantstrømanalyse kan gjøres med fokus på finansielle eiendeler (forklaring av endring i likviditet) og med fokus på finansiell gjeld (behov for opptak av finansiell gjeld).

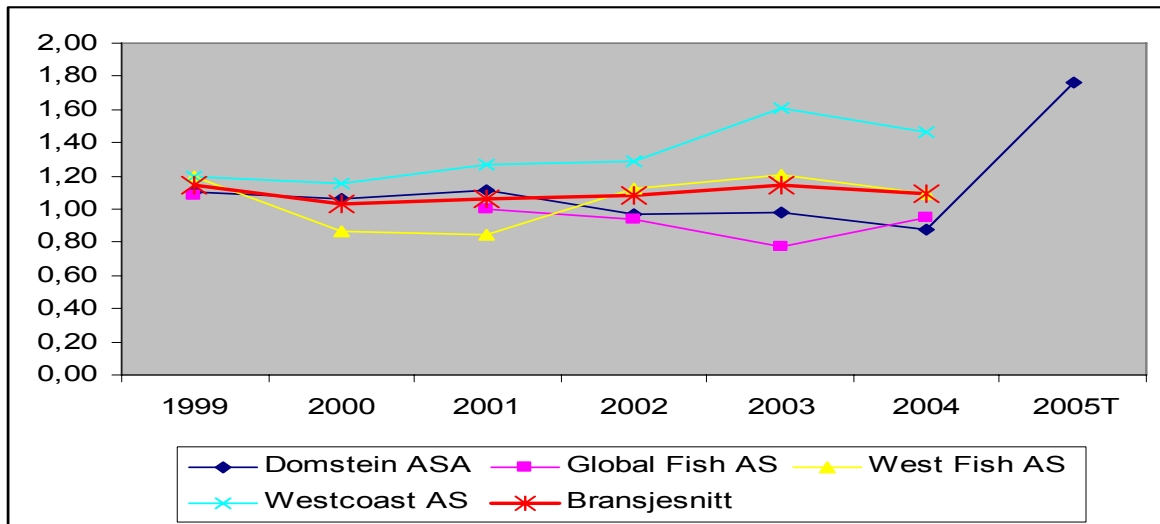
ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Likviditetsgrad 1	1,10	1,06	1,11	0,97	0,98	0,87	1,76	1,14

Tabell 6.2: Likviditetsgrad 1 Domstein ASA

Likviditetsgrad 1 beskriver i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld.⁷⁹ Likviditetsgraden til Domstein ASA er relativt stabil på rundt 1 fra 1999 til 2005T med et tidsvektet gjennomsnitt på 1,14. Historisk har det vært vanlig å kreve en likviditetsgrad større enn 2, det vil si at halvparten av omløpsmidlene bør være finansiert av langsiktig gjeld. I dag er dette imidlertid et uegnet krav. Vi lever i en tid hvor effektiv styring av omløpsmidler tilsier et mye lavere nivå på de kortsiktige eiendelene. I tillegg er et generelt nivå på et normtall meningsløst siden bransjer kan være svært ulike. Også innenfor en bransje kan de ulike virksomhetene ha ulik filosofi for styring av omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Man må derfor vurdere nivået på likviditetsgraden i hvert enkelt tilfelle. Man kan likevel si at generelt bør langsiktig kapital finansiere langsiktige eiendeler inkludert den permanente delen av omløpsmidlene, og normalt bør derfor likviditetsgraden være større enn 1.⁸⁰ Et tidsvektet gjennomsnitt for Domstein ASA på 1,14 er derfor godkjent isolert sett selv om de i årene 2002-2004 hadde en likviditetsgrad 1 marginalt mindre enn 1.

⁷⁹ Formel 6.1

⁸⁰ Tellefsen, J. T., Langli J. C. (1999)



Figur 6.1: Likviditetsgrad Domstein ASA og komparative virksomheter

For å danne seg en oppfatning om hva som er et godkjent nivå på likviditetsgraden er det nyttig å sammenligne denne med andre bedrifter i bransjen. Sammenligner man likviditetsgraden til Domstein ASA med likviditetsgradene til de komparative virksomhetene er det ikke store forskjeller, jfr. figur 6.1. Fra 1999 til 2001 ligger likviditetsgraden til Domstein ASA omtrent på bransjesnittet. Fra 2002 har Domstein ASAs andel av omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld ligget mellom likviditetsgraden til Global Fish AS og West Fish Aarsæther AS, men under bransjesnittet. Vi ser det er Westcoast AS som drar opp bransjesnittet i denne perioden. Om de burde inkluderes i bransjesnittet kan diskuteres siden de er et rent salgsselskap. I ”trailingåret” får likviditetsgraden et stort hopp, men dette er som tidligere nevnt et usikkert estimat.

Et annet mål på virksomheters likviditetsmessige posisjon får man ved å beregne rentedekningsgrad. ”Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad bedriften er i stand til å betale sine rentekostnader.”⁸¹ Rentedekningsgraden finner vi ved å se på nettoresultat til egenkapitalen pluss netto finanskostnad i forhold til netto finanskostnad.⁸²

Rentedekningsgraden kan både være fullstendig og normalisert. En rentedekningsgrad luket for en- eller fågangsposter vil være mest nyttig for konkursprediksjon siden fokuset da blir på virksomhetens evne til å skape resultat gjennom kjernevirksomheten.

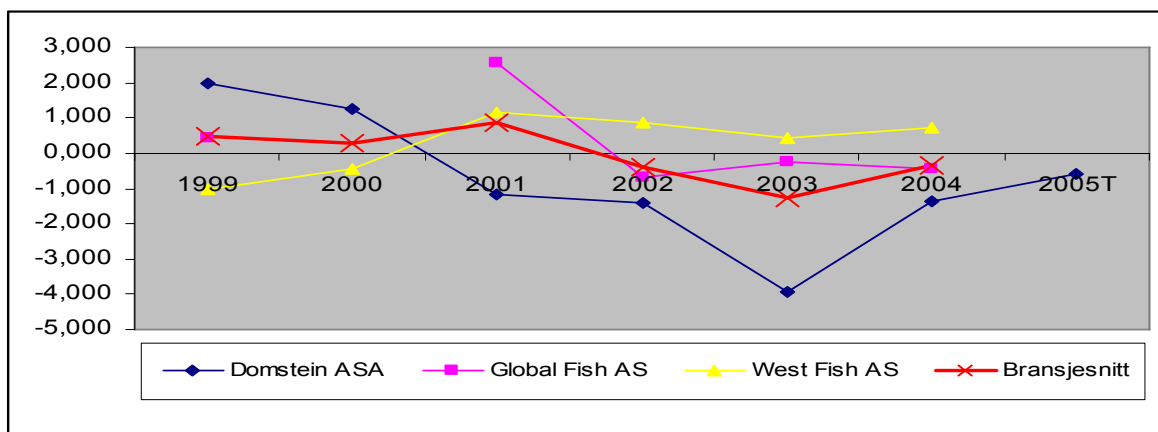
⁸¹ Eklund, T., Knutsen, K., (1997)

⁸² Formel 6.2

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Rentedekningsgrad	2,00	1,27	-1,17	-1,40	-3,94	-1,36	-0,59	-1,28

Tabell 6.3: Rentedekningsgrad Domstein ASA

Rentedekningsgraden til Domstein ASA har variert. En rentedekningsgrad på 2,00 i 1999 faller gradvis frem til 2003, der den havner på minus 3,94. Man kan imidlertid se en positiv trend de to siste årene. Rentedekningsgraden er i ”trailingåret” minus 0,59. De store forskjellene skyldes først og fremst store variasjoner i nettoresultatet, men også at netto finanskostnad har økt og senere blitt redusert. Siden resultatet er negativt fra 2001 blir også rentedekningsgraden negativ. På grunn av en økning i netto finanskostnad kan tallet i 2001 virke bedre enn det i realiteten er. I 2003 synes det ut i fra rentedekningsgraden som om konsernets evne til å betale sine rentekostnader forverres ytterligere. Imidlertid viser ikke denne at konsernet nesten har halvert sine netto finanskostnader fra 2002 til 2003. Denne nedgangen forsterkes av et større negativt resultat, som resulterer i en mye lavere rentedekningsgrad enn året før. Et negativt resultat kan altså gi et feil bilde av rentedekningsgraden. Vi velger derfor å legge mindre vekt på dette forholdstallet fra 2001 til 2003. En økning de siste årene er imidlertid reell siden dette i hovedsak skyldes en forbedring av det negative resultatet, da netto finanskostnad har forholdt seg relativt stabil.



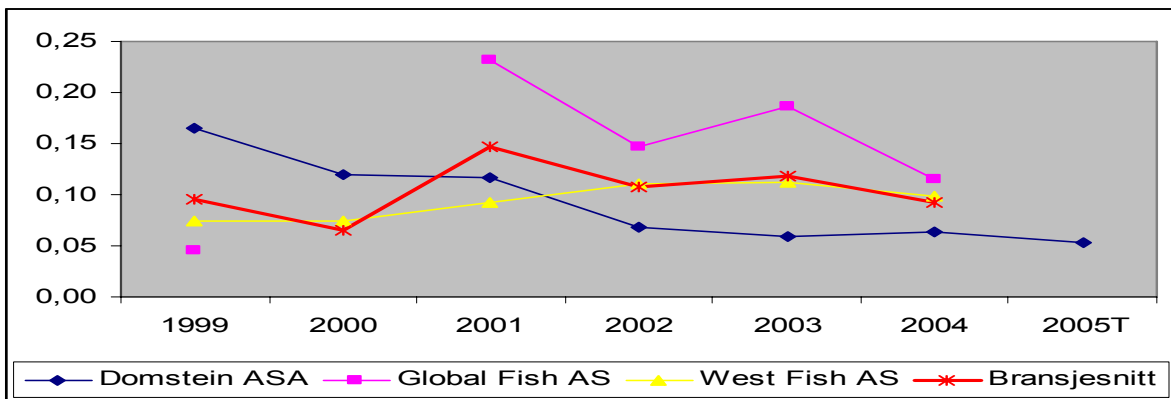
Figur 6.2: Rentedekningsgrad Domstein ASA og komparative virksomheter

Siden Westcoast AS ikke trenger like store gjeldsopptak, og dermed får en uforholdsmessig høy rentedekningsgrad, har vi valgt å ikke inkludere virksomheten i bransjetallene. Sammenlignet med de andre virksomhetene ser vi at både Global Fish AS og West Fish Aarsæther AS har høyere rentedekningsgrad. Dette skyldes både mindre variasjoner i nettoresultat og en gradvis reduksjon av netto finanskostnader i de to virksomhetene. Selv

med en forbedring de siste to årene, kan den lave og varierende rentedeckningsgraden være et faresignal for Domstein ASA.

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Finansiell gjeldsdekning	0,17	0,12	0,12	0,07	0,06	0,06	0,05	0,08

Tabell 6.4: Finansiell gjeldsdekning Domstein ASA



Figur 6.3: Finansiell gjeldsdekningsgrad Domstein ASA og komparative virksomheter

Finansiell gjeldsdekning viser forholdet mellom finansielle eiendelene og finansiell gjeld.⁸³ Jo mindre andel finansielle eiendeler, jo større fare for likviditetskrise. Ved å se på den finansielle gjeldsdekningen kan vi predikere sannsynligheten for at virksomheten skal komme i en finansiell krise. Domstein ASAs finansielle gjeldsdekning har gradvis minket i løpet av analyseperioden. I 1999 var den på 0,17, mens i 2005T er den redusert til 0,05. Det tidsvektede gjennomsnittet på 0,08 er dårligere enn konkurrentenes. West Fish Aarsæther AS har i perioden 2001 til 2004 hatt en stabil finansiell gjeldsdekning med et likevektet gjennomsnitt på 0,10. Global Fish AS har hatt en god, men ustabil gjeldsdekningsgrad, med et tidsvektet gjennomsnitt på 0,17. Den typiske virksomheten på Oslo Børs (eksklusiv finansvirksomheter) har i følge Kjell Henry Knivsflå en finansiell gjeldsdekningsgrad på 0,45. Vi kan ut i fra dette se at Domstein ASA opererer i en bransje med relativt lite finansielle eiendeler i forhold til gjeld. De har en lavere finansiell gjeldsdekning enn både gjennomsnittet i bransjen og på Oslo Børs. I tillegg har den minket i analyseperioden. Vi ser dermed på dette som et faresignal i forhold til en eventuell finansiell krise i nærmeste fremtid.

⁸³ Formel 6.3

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Netto driftsresultat	63 544	62 533	-93 088	-96 414	-143 839	-36 698	-17 417
Unormalt netto driftsresultat	-9 796	117 088	341 083	90 400	44 464	-30 698	216 026
Endring i netto driftseiendeler	72 510	761 992	-38 420	-379 839	-106 083	-72 359	-154 249
Fri kontantstrøm fra drift	-18 762	-582 371	286 415	373 825	6 708	4 964	352 858
Netto finansinntekter	4 130	6 802	9 127	2 254	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	0	0	-366	-720	0	0	0
Endring i finansielle eiendeler	50 834	54 717	-33 095	-77 561	-8 546	5 938	-30 182
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-65 466	-630 286	328 270	452 919	15 254	-974	383 040
Netto betalt utbytte=Fri kontantstrøm til EK	7 271	22 125	9 273	58 334	-46 542	9 017	-58 800
Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	-72 737	-652 411	318 997	394 585	61 796	-9 991	441 840
Netto finanskostnader	36 358	58 877	71 620	66 836	36 171	26 863	29 624
Fri kontantstrøm til gjeldsbetaling	-109 095	-711 288	247 377	327 749	25 625	-36 854	412 216
Nettooptak av finansiell gjeld	109 095	711 288	-247 377	-327 749	-25 625	36 854	-412 216
Finansiell gjeld 01.01	557 130	666 225	1 377 513	1 130 136	802 387	776 762	813 616
Finansiell gjeld 31.12	666 225	1 377 513	1 130 136	802 387	776 762	813 616	401 400

Tabell 6.5: Utdrag fra kontantstrømanalysen

Ut i fra utført kontantstrømanalysen ser vi at Domstein ASA har hatt penger til overs til å betale ned den finansielle gjelden i 2001-2003 og 2005T. Selv om dette delvis skyldes reduksjon i finansielle eiendeler, ser vi på dette som et positivt signal om likviditetssituasjonen. Vi kan videre se at konsernet betaler ned den finansielle gjelden i disse årene med kontanter generert fra drift. I 2004 tar de opp finansiell gjeld. Dette er hovedsakelig kortsiktig rentebærende gjeld til kredittinstitusjoner (blant annet ved en høyere driftskredittgrense) og et konvertibelt lån begrunnet i at det er en hensiktsmessig finansieringsform for konsernet.⁸⁴ I tillegg viser kontantstrømanalysen at Domstein ASA verken genererer eller legger seg opp finansielle eiendeler, jfr. konsernets lave finansielle gjeldsdekningsgrad. Selv om de ikke er flinke til å bygge opp finansielle reserver, er det at de genererer kontanter gjennom driften til å betale ned på finansiell gjeld et positivt signal om likviditetssituasjonen.

Domstein ASA har god evne til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. Imidlertid har de en dårlig sikkerhetsmargin i forhold til långivere, som kan føre til at kreditorer vil kreve en høyere kostnad i form av rente. Konsernet har gradvis redusert sin finansielle gjeldsdekning. Et lavere nivå på den finansielle gjeldsdekningsgraden betyr en dårligere likviditet. Derimot har de hatt penger til overs til å betale ned den finansielle gjelden i tre av de fire siste årene. Sett under ett kan man si at likviditeten til Domstein ASA kan forbedres.

⁸⁴ Ekstraordinær generalforsamling Domstein ASA 1. juli 2004

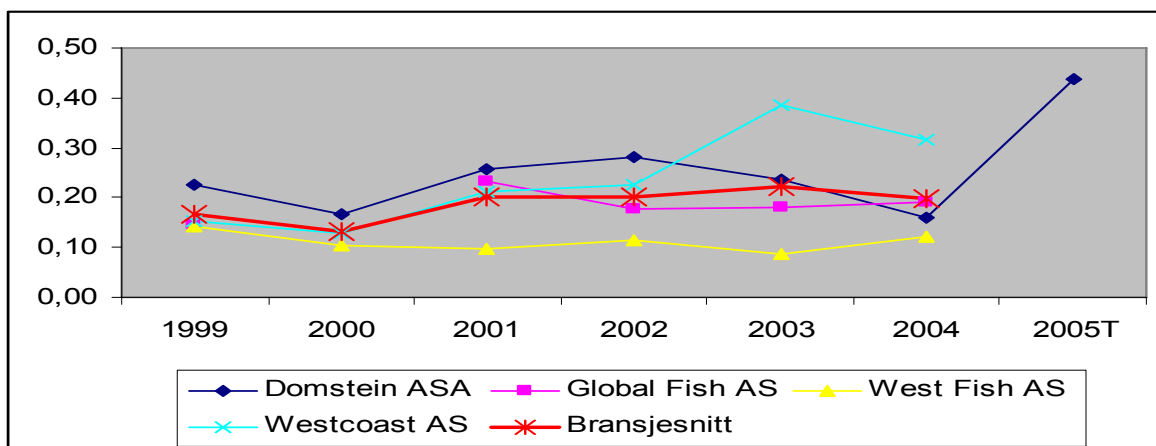
6.2 Analyse av langsiktig soliditetsrisiko

Analyse av soliditet fokuserer på selskapets evne til å stå i mot tap over en lengre periode. Tap blir ført mot egenkapitalen, og denne fungerer derfor som en ”buffer” mot fremtidige tap og konkurs. Her vil vi gjennomføre en forholdstallanalyse av kapitalstruktur, med vekt på *egenkapitalprosent (ekp)* og *netto driftsrentabilitet (ndr)*, og en *statisk finansieringsanalyse*.

Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital.⁸⁵ Jo høyere egenkapitalprosent, jo bedre er bedriftens soliditet. Ved utregning av egenkapitalprosenten kan egenkapitalen sees i forhold til total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Ved risikoanalyse er det mest vanlig å benytte total kapital.

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Egenkapitalprosent	0,22	0,17	0,26	0,28	0,24	0,16	0,44	0,26

Tabell 6.6: Egenkapitalprosent Domstein ASA



Figur 6.4: Egenkapitalprosent Domstein ASA og komparative virksomheter

Domstein ASA har en målsetning om at egenkapitalprosenten i virksomheten skal ligge mellom 30 og 40. Egenkapitalprosent fra 1999 til 2004 varierer mellom 17 og 28. I ”trailingåret” er egenkapitalprosenten oppe i 43,8. Den store økningen i ”trailingåret” skyldes salg av aksjeposten i Fjord Seafood ASA 24. juni. Etter 2. kvartal i 2005 har det imidlertid skjedd mye som vil påvirke denne, blant annet kjøp av virksomheter og ekstraordinært utbytte. Dette er det ikke tatt hensyn til i ”trailingen”. I forhold til de komparative virksomhetene har Domstein ASA en god egenkapitalprosent. Dette betyr at konsernet er godt

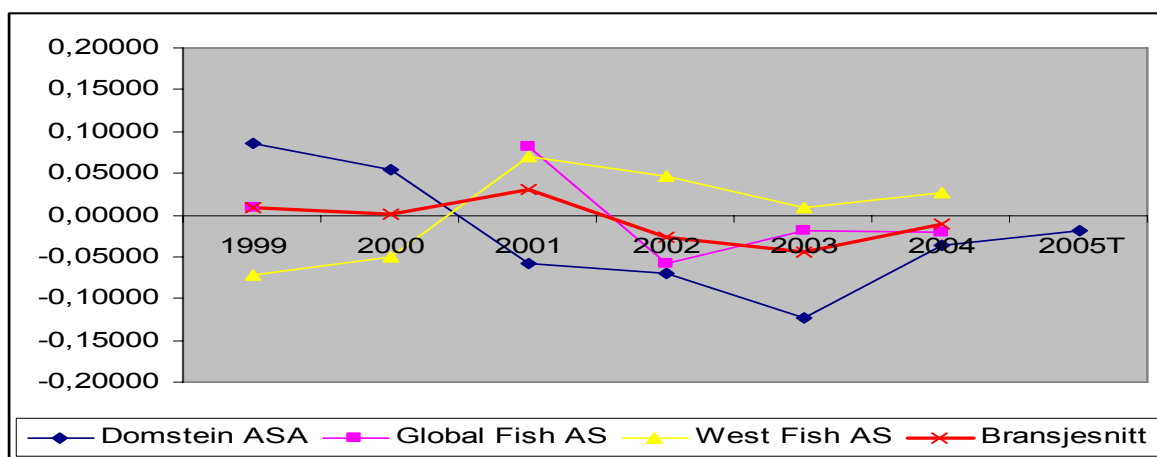
⁸⁵ Formel 6.4

rustet ved nedgangskonjunkturer. I en bransje hvor eksterne forhold har stor betydning for lønnsomheten, er dette svært positivt.

Når man skal regne ut rentabiliteten til en kapital kan man benytte inngående eller gjennomsnittlig beholdning av kapitalen. I regnskapsanalyse er det tradisjon å forutsette at kontantstrømmen skjer midt i året. Siden man vanligvis opererer med en etterskuddsrente, for eksempel når krav utarbeides, ligger det implisitt at rentabiliteten også må regnes ut på etterskuddsbasis. Ved å trekke ut det opptjente resultatet i perioden, slik at kapitalen i perioden blir lik gjennomsnittlig kapital justert for periodens opptjente resultat, får man rentabiliteten som en etterskuddsrente.

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Netto driftsrentabilitet	0,086	0,054	-0,058	-0,070	-0,123	-0,036	-0,019	-0,042

Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet Domstein ASA



Figur 6.5: Netto driftsrentabilitet Domstein ASA og komparative virksomheter

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye netto driftskapitalen kaster av seg. Den ser altså på netto driftsresultat i forhold til netto driftskapital.⁸⁶ Domstein ASA har hatt en negativ utvikling i netto driftsrentabiliteten fra 1999 til 2003. I 2004 og 2005T har denne utviklingen imidlertid snudd, men netto driftsrentabilitet har fra og med 2001 vært negativ, og er det fremdeles i 2005T. En positiv utvikling er bra, men konsernet kan ikke overleve med en negativ netto driftsrentabilitet i lengden. Sammenligner man med de komparative virksomhetene (eksklusiv Westcoast AS), har Domstein ASA en dårligere netto driftsrentabilitet fra 2001. Selv med en positiv utvikling de siste par årene, er en negativ og

⁸⁶ Formel 6.5

dårlig rentabilitet på netto driftskapital et klart faresignal siden soliditeten blir forvitret av dårlig lønnsomhet.

Den statistiske finansieringsanalysen viser på et bestemt tidspunkt hvordan selskapet er finansiert. Dette kan illustreres ved hjelp av en finansieringsmatrise. Denne viser hvor stor andel av de ulike eiendelene som er finansiert av de ulike kapitalene. Jo raskere kurven går i bunn, jo mindre risikabelt er selskapet.

I PROSENT	Egenkapital	Langsiktig driftsrel.gjeld	Langsiktig fin. gjeld	Kortsiktig driftsrel.gjeld	Kortsiktig fin. gjeld	Totale eienendeler
Driftsrel. anleggsmidler	0,8125	0,0350	0,1525	0,0000	0,0000	0,5385
Fin. anleggsmidler	0,0000	0,0000	1,0000	0,0000	0,0000	0,0042
Driftsrel. omløpsmidler	0,0000	0,0000	0,4481	0,3185	0,2334	0,4399
Fin. omløpsmidler	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000	0,0174
Totalkapital	0,4376	0,0188	0,2834	0,1401	0,1201	1,0000

Tabell 6.8: Domstein ASAs finansieringsmatrise i prosent i 2005T

Egenkapitalfinansiering er minst risikabelt, mens kortsiktig gjeldsfinansiering er mest risikabelt. Man vil derfor ønske å finansiere eiendelene med mest mulig egenkapital og langsiktig gjeld. For Domstein ASA blir for eksempel 81,25 prosent av driftsrelaterte anleggsmidler finansiert med egenkapital. De resterende 18,75 prosentene blir finansiert av henholdsvis driftsrelatert og finansiell gjeld (3,50 prosent og 15,25 prosent). Ut i fra finansieringsmatrisen er det bare anleggsmidlene som fullt ut er finansiert av egenkapital og langsiktig gjeld, og isolert sett kan man derfor si at konsernet har en relativt risikabel finansiering. Sammenlignet med de komparative virksomhetene, har disse også en langsomt fallende kurve i finansieringsmatrisen. Sett i forhold til bransjen trenger ikke finansieringen i Domstein ASA å være så risikabel som først antatt.

Domstein ASA har en relativt god egenkapitalprosent, noe som er svært viktig i bransjer med store opp- og nedgangskonjunkturer. Rentabiliteten generert fra netto driftskapital er imidlertid svært dårlig. De har en risikabel finansiering, men dette er ikke uvanlig sett i forhold til bransjen. I likhet med likviditeten kan også soliditeten til konsernet forbedres.

6.3 Syntetisk rating

En syntetisk rating oppsummerer virksomhetens risiko og forsøker å klassifisere den i en risikoklasse på basis av forholdstallanalysene. Vi benytter oss av ratingselskapet Standard & Poor's ratingklasser som går fra AAA til D, der D er konkurselskaper. Ratingselskapet

produserer statistikk der de ser på sammenhengen mellom ulike forholdstall og ratingklasser. Med utgangspunkt i denne statistikken har Kjell Henry Knivsflå utarbeidet en tabell tilpasset norske forhold, der verdien på fire forholdstall blir stilt sammen med passende ratingklasser. Selv om dette er en subjektiv tilpasning velger vi å rate Domstein ASA på bakgrunn av denne.

Rater vi Domstein ASA på basis av de fire forholdstallene lg1, rdg, ekp og ndr, ender vi opp med en rating mellom B og CCC. I følge Standard & Poor's har en virksomhet som er ratet B kapasitet til å møte finansielle forpliktelser i dag, men uheldige bedrifts-, finansielle- eller økonomiske forhold kan i fremtiden ødelegge virksomhets kapasitet eller motivasjon til å møte disse. Et CCC-ratet selskap er i dag sårbart og derfor avhengig av gode bedrifts-, finansielle- og økonomiske forhold for å møte sine forpliktelser. Et B-ratet selskap har i følge Standard & Poor's en konkurssansynlighet på 6 prosent og et CCC-ratet selskap en sannsynlighet på 31 prosent for å gå konkurs.⁸⁷

Vekt		0,05	0,1	0,1	0,15	0,2	0,2	0,2	1,0
Syntetisk rating	SYMBOL	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	VEKTET
Likviditetsgrad 1	lg1	BB	BB	BB	B	B	B	BBB	BB
Rentedekningsgrad	rdg	BBB	BB	CC	CCC	D	C	CC	CCC
Egenkapitalprosent	ekp	B	B	BB	BB	B	CCC	BBB	BB
Netto driftsrentabilitet	ndr	BB	BB	C	D	D	C	CC	CC
Gj.snittsrating		BB	BB	CCC	CCC	CC	CC	B	B/CCC

Tabell 6.9: Syntetisk rating av Domstein ASA

⁸⁷ www2.standardandpoors.com

7. Historisk avkastingskrav

Kravet til avkastning blir brukt som *målestokk* på rentabiliteten og som *diskonteringsrente* for å flytte verdier fra en periode til en annen. Kravet til avkastning på egenkapitalen (ekke) er en sum av *risikofri rente*, *risikopremie* og en *illikviditetspremie*. Risikopremien reflekterer de systematiske risikofaktorene, og illikviditetspreimen reflekterer graden av markedssvikt. For å komme frem til Domstein ASAs ekke har vi benyttet *kapitalverdimodellen* (CAPM).⁸⁸ Denne finner kravet ved å summere risikofri rente med markedets risikopremie multiplisert med en faktor *beta* (β). β er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til selskapet. Egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter selskapsskatt.

Sammenligningsgrunnlaget må derfor også være en nominell rente etter selskapsskatt. For å estimere avkastningskravet til egenkapitalen i Domstein ASA, må derfor risikofri rente og markedets risikopremie være størrelser etter skatt.

7.1 Kapitalverdimodellen

7.1.1 Risikofri rente

Som mål på risikofri rente har vi benyttet 3-månedts effektive Nibor-rente med fradrag av en risikopremie. Nibor-renten er renten på kortsiktige lån mellom banker. Siden også banker kan gå konkurs er ikke denne risikofri, og har vi trekt i fra et risikotillegg på 10 prosent. For å finne risikofri rente etter selskapsskatt trekker man ut 28 prosent.⁸⁹ Det kan diskuteres om dette kan være et for kortsiktig mål på risikofri rente, men siden vi ikke kan i dybden på alle deler av analysen vil vi likevel benytte denne.

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er gitt ved differansen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten, det vil si en pris/meravkastning som investorene vil ha betalt for risiko. Hovedideen er at rasjonelle investorer har risikoaversjon, og de ikke pådrar seg risiko uten å bli kompensert i form av høyere forventet avkastning. Selv med mange års historiske data kan man ikke estimere markedets risikopremie eksakt, men man får en viss pekepinn på hva man kan forvente. Mange av dagens økonomer påstår at dagens risikopremie ligger lavere enn den historiske. De hevder grunnen til dette er at moderne informasjonsteknologi har gjort det enklere og billigere å gjøre transaksjoner mellom aktørene i de internasjonale

⁸⁸ Formel 7.1

⁸⁹ Knivsflå, K.H., (2005), Forelesning 10

finansmarkedene. Kapital- og finansmarkedene har blitt mer integrerte, og det er færre formelle hindringer både mellom og innen land. Aksjemarkedene er med andre ord blitt mer bundet sammen, investorene mer diversifiserte og de har derfor en høyere toleranse ovenfor risiko.⁹⁰

Totalindeksen for Oslo Børs har i gjennomsnitt gitt en meravkastning på rundt 6 prosent fra 1967 til 1998.⁹¹ Thore Johnsen (2005) argumenterer for å benytte en risikopremie på ca. 4 prosent etter selskapsskatt.⁹² Han hevder hovedgrunnen til diskusjonen rundt en lavere risikopremie i dag enn det den har vært historisk, er at den historiske bygger på en alt for kort tidsperiode. Ved en kort tidsperiode vil urolighetene børsen opplevde på slutten av forrige århundre i stor grad virke inn og gi en høyere risikopremie. Å se på en periode over 32 år blir for kort. Ved å benytte en lengre tidsserie, gjerne fra før år 1900, vil vi ende opp med en meravkastning på rundt 4 prosent fra markedet. Han presiserer videre at ingen vet hvor stor markedets risikopremie er, og at i virksomheter med en beta rundt 1 skal det store differanser til for å gjøre utslag på egenkapitalkravet. Å forsøke å finne en ”mer presis” risikopremie gjennom kompliserte analyser og utregninger vil derfor være meningsløst siden man trolig ikke av den grunn får et bedre estimat på egenkapitalkravet.⁹³ Vi velger derfor å benytte 4 prosent avkastning fra markedet etter selskapsskatt. Gjennom sensitivitetsanalysen i avsnitt 10.3 vil vi blant annet se om denne størrelsen har stor innvirkning på verdiesestimater.

7.1.3 Virksomhetens beta

CAPM benytter beta (β) som mål på systematisk risiko. Egenkapitalbeta måler hvordan et vilkårlig aktivum varierer med markedsporteføljen. Man kan måle egenkapitalbetaen til et børsnotert selskap ved å se hvordan aksjens pris historisk har reagert i forhold til bevegelsene i markedet. For å finne et estimat på egenkapitalbetaen til Domstein ASA har vi sett på den månedlige børsavkastningen til virksomheten i forhold til den månedlige avkastningen til markedet. Som mål på avkastningen til markedet har vi benyttet Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). De månedlige kursene for Domstein ASA og OSEBX er hentet fra datastream. Vi har tatt for oss hele perioden konsernet har vært på børs, det vil si fra og med 30.06.2001 til og med 30.09.2005. På den måten har vi tatt hensyn til de store svingingene Domstein ASA har hatt i de årene virksomheten har vært notert. Man får dermed et mer korrekt betaestimat

⁹⁰ Brealy, R., Myers, S., (2003)

⁹¹ NOU 2000: 18, vedlegg 5

⁹² Grammeltvedt, T. E., (01.07.2005)

⁹³ Johnsen, T. (2005), foredrag 26.10.2005

enn om man for eksempel kun benytter seg av kursene de siste 12 månedene, slik betaen man kan lese i Dagens Næringsliv er basert på.

Aksjekursene fra datastream har vi brukt til å regne ut den logaritmiske avkastningen til Domstein ASA og markedet. Ved å kjøre en regresjonsanalyse på disse dataene får vi en egenkapitalbeta på 1,028. Markedsporteføljen har per definisjon en beta lik 1. En beta større enn 1 vil si at aksjen har en høyere risiko enn markedet, og en beta mindre enn 1 vil si at aksjen har en mindre risiko. En risikofri investering har dermed en beta lik null. En beta på 1,028 vil si at Domstein-aksjen nesten svinger i takt med markedet. Om vi tillegg justerer betaen mot 1, for eksempel Merrill Lynch justering med to-tredjedelers vekt på den estimerte betaen og en-tredjedelers vekt på markedsbetaen, får vi et betaestimat på 1,019 for Domstein ASA. Justering blir ofte benyttet i praksis siden en estimert beta på bakgrunn av dataanalyse ofte har utvalgsfeil, og at man ved mangel på annen informasjon ville satt betaen til 1.

En beta på 1,019 kan i utgangspunktet høres høyt ut for en virksomhet som selger matvarer. Man skulle i utgangspunktet tro at man spiser like mye fisk i nedgangstider som i oppgangstider (om ikke mer). En av årsakene til dette kan være at Domstein ASA har en høy gjeldsgrad. I gjennomsnitt ligger denne på 2,32 i analyseperioden. En annen grunn kan være at varierende råstofftilgang gjør bransjen relativt syklisk. Virksomheter hvor inntekter og resultat er svært avhengig av varierende bransjeforhold tenderer å ha en høy beta. I tillegg viser undersøkelser at virksomheter med høye faste kostnader også har høye betaverdier.⁹⁴ Disse faktorene bidrar til at konsernet har en høyere systematisk risiko enn det man kanskje først ville anta.

7.1.4 Virksomhetens illikviditetspremie

Det siste leddet man må vurdere for å finne en virksomhets krav til egenkapital, er en passende illikviditetspremie. Aksjemarkedet for små virksomheter kan være illikvid på grunn av asymmetrisk informasjon. Med andre ord er kapitalmarkedet preget av en viss markedssvikt. Når det forekommer markedssvikt er risikoen for investorene høyere, og de vil kreve å bli kompensert for dette. Man får dermed en ekstra premie, en illikviditetspremie. Illikviditetspremien bør vanligvis være mellom 0 og 5 prosent, men kan også i ekstreme situasjoner være høyere. Illikviditetspremien er avhengig av graden av markedssvikt i den

⁹⁴ Brealy, R., Myers, S., (2003)

aktuelle aksjen, og den selskapsspesifikke risikoen knyttet til den aktuelle virksomheten. Denne kartlegges gjennom likviditetsanalysen og soliditetsanalysen, jfr. avsnitt 6.1 og 6.2.

Domstein-aksjen er middels likvid på Oslo Børs. Færre følger denne enn for eksempel Statoil-aksjen. Dess færre kjøpere og selger av en aksje, dess større grad av markedssvikt kan man regne med. Domstein ASA gikk på børs i 2001, og graden av markedssvikt i aksjen har dermed blitt redusert etter børsnoteringen. Likevel kan man si at en viss markedssvikt i Domstein-aksjen er til stede. I hvilken grad er imidlertid uvisst, og vi må derfor benytte skjønn. Ser man på den selskapsspesifikke risikoen har vi gjennom en syntetisk rating av virksomheten kommet frem til en konkurssannsynlighet på mellom 6 og 30 prosent. Både likviditetsanalysen og soliditetsanalysen avdekket at det eksisterer både kortsiktig og langsiktig selskapsspesifikk risiko i konsernet. Eierne vil sannsynligvis på bakgrunn av både markedssvikt i aksjen og en viss selskapsspesifikk risiko, kreve en høyere avkastning på aksjen. Vi har funnet det passende med en illikviditetspremie før børsnoteringen på mellom 2,5 og 3 prosent, som etter børsnoteringen reduseres til 2 prosent.

7.2 Avkastningskrav

7.2.1 Egenkapitalkravet

Egenkapitalkravet kan estimeres ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM), jfr. avsnitt 7.1. Vi har funnet en passende risikofri rente, risikopremie og illikviditetspremie for Domstein ASA i hvert av analyseårene. Vi har også estimert en beta på bakgrunn av kursdata siden børsnoteringen. Denne vil vi bruke som en gjennomsnittlig beta i løpet av analyseperioden. Et passende estimat på gjennomsnittlig egenkapitalkrav for konsernet har vi på bakgrunn av dette estimert til 9,94 prosent.

For å analysere lønnsomhetsutviklingen trenger man egenkapitalkravet i de enkelte år. Til dette trenger vi den årlige egenkapitalbetaen. I følge Miller og Modiglianis 1. teorem er verdien av et selskap uavhengig av hvordan selskapet er finansiert. Dette er selvfølgelig bare et faktum under ett sett strenge forutsetninger, og urealistisk i praksis. Det er likevel vanlig å forutsette at betaen til netto driftskapital er konstant. I tillegg er det vanlig å forutsette at betaen til netto finansiell gjeld er lik null. Man antar at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert av den finansielle risikoen til finansielle eiendeler. For å finne netto driftsbeta venter man derfor kun den estimerte gjennomsnittlige egenkapitalbetaen med egenkapital i forhold til netto driftskapital. Her er det viktig å bruke egenkapitalvekten på

etterskuddsbasis slik at kravet blir konsistent med rentabiliteten. Antar man lik netto driftsbeta i alle år, jfr. teoremet til Miller og Modigliani, får man estimater på egenkapitalbetaen, og dermed egenkapitalkravet i de enkelte år.

Egenkapitalkrav 1999-2005T	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Gj.snitt
Nibor-renten, 3mnd	0,068	0,070	0,075	0,072	0,042	0,020	0,022	0,053
- Risikotillegg	0,007	0,007	0,008	0,007	0,004	0,002	0,002	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,061	0,063	0,068	0,065	0,038	0,018	0,019	0,047
- 28 % skatt	0,017	0,018	0,019	0,018	0,011	0,005	0,005	0,013
= Risikofri rente etter skatt	0,044	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,034
+ Justert beta	1,109	1,325	1,040	0,862	0,888	1,194	0,886	1,019
* Risikopremie etter skatt	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040
+ Likviditetspremie	0,030	0,030	0,025	0,020	0,020	0,020	0,020	0,024
= Egenkapitalkrav	0,118	0,128	0,115	0,101	0,083	0,081	0,069	0,099

Tabell 7.1: Egenkapitalkrav Domstein ASA

7.2.2 Finansielle krav

For å finne ut om finansieringen til Domstein ASA er dyr eller rimelig, må man sammenligne kravet på gjelden med rentabiliteten. Prisen konsernet må betale for sine lån vil avhenge av risikofri rente, risikopremie for systematisk risiko (målt ved hjelp av finansiell gjeldsbeta) og tapspremie.

Som nevnt er betaen til netto finansiell gjeld antatt lik null. Den finansielle gjeldsbetaen finner man ved hjelp av finansielle eiendeler og gjeld vektet mot netto finansiell gjeld, og betaen til finansielle eiendeler. Den finansielle eiendelsbetaen får man ved å dividere de finansielle investeringene på de totale finansielle eiendelene.⁹⁵ Dette forutsetter en antagelse om at det ikke eksisterer risiko på kontanter og fordringer, og at de finansielle investeringene til virksomheten svinger i takt med markedet. Kontantbetaen og fordringsbetaen vil dermed være lik null, og investeringsbetaen lik en per definisjon. Med en netto finansiell gjeldsbeta lik null finner vi den finansielle gjeldsbetaen residualt.

I avsnitt 6.3 gjennomførte vi en syntetisk rating av Domstein ASA. Ved hjelp av Standard & Poor's ratingklasse med tilhørende sannsynlighet for konkurs, kom vi frem til en konkurssannsynlighet på mellom 6 og 30 prosent i konsernet. En tapspremie kan finnes ved å multiplisere en kredittrisikofaktor med den risikofrie renten. B- og CCC-ratede virksomhet har i følge Kjell Henry Knivsflå en kredittrisikofaktor på henholdsvis 1 og 3.

⁹⁵ Formel 7.2

Ved å summere risikofri rente, premie for systematisk risiko og premie for kredittrisiko får man det finansielle gjeldskravet. Det finansielle eiendelskravet er summen av kravet til de ulike eiendelene (kontantkrav, finansielt fordringskrav og investeringskrav) multiplisert med de respektive eiendelsvektene. Krav til avkastning på netto finansiell gjeld finner man gjennom å vekte gjeldskravet med andelen finansiell gjeld i forhold til netto finansiell gjeld og trekke fra det vektete finansielle eiendelskravet.

ÅR			1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Gj.snitt
	Krav til finansiell gjeld	fgk	0,071	0,073	0,195	0,187	0,272	0,130	0,028	0,136
*	Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	FG/NFG	1,162	1,156	1,134	1,109	1,069	1,066	1,066	1,109
-	Krav til finansielle eiendeler	fek	0,065	0,066	0,146	0,135	0,184	0,085	0,019	0,100
*	Fin. Eiendeler/netto fin. Gjeld	FE/NFG	0,162	0,156	0,134	0,109	0,069	0,066	0,066	0,109
=	Krav til netto finansiell gjeld	nfgk	0,072	0,074	0,201	0,193	0,279	0,133	0,028	0,140

Tabell 7.2: Oppsummering av finansielle krav

Vi ser ut i fra tabellen over at hovedgrunnen til et høyt og varierende netto finansiell gjeldskrav er et høyt og varierende krav til finansiell gjeld. Fra 1999 til 2003 har denne steget med rundt 20 prosent. I analyseperioden varierer den fra 2,8 til 27,2 prosent. Vi bør derfor stille spørsmål om denne reflektere kravet på en god måte.

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Gj.snitt
Syntetisk rating	BB	BB	CCC	CCC	CC	CC	B	CCC/B
Kredittrisiko	0,6	0,6	3,0	3,0	9,0	9,0	1,0	
Risikofri rente etter skatt	0,044	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,034
Premie for systematisk risiko	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Tapspremie	0,026	0,027	0,146	0,140	0,245	0,117	0,014	0,102
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,071	0,073	0,195	0,187	0,272	0,130	0,028	0,136

Tabell 7.3: Estimering av finansielt gjeldskrav

Tabell 7.3 viser at det varierende og til tider veldig høye finansielle gjeldskravet i stor grad er et resultat av tapspremien vi kom frem til i den syntetiske ratingen. Ved å gå tilbake ser vi at årsaken til en lav rating er at konsernet har en til tider negativ rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet. Som nevnt tidligere kan et negativt resultat gi et feil bilde av rentedekningsgraden, men selv om vi ikke inkluderer dette forholdstallet i årene 2001 til 2003 får vi likevel en like dårlig rating. Vi har også påpekt at det ligger mye subjektivt skjønn bak ratingen. Feil rating vil gi store utslag i tapspremien og dermed det finansielle gjeldskravet. For eksempel vil en bedre rating i 2003 føre til at det finansielle gjeldskravet reduseres med ca 16 prosentpoeng. Dette viser hvor sensitivt kravet er for endringer i rating, noe man bør ha

i bakhodet. Vårt estimat på det finansielle gjeldskravet kan dermed avvike fra det virkelige kravet. Imidlertid vil våre beregninger fra kapittel 6 være vårt beste estimat på en tapspremie for konsernet og vi vil derfor gå ut i fra dette videre i analysen.

7.2.3 Netto driftskrav

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Gj.snitt
Egenkapitalkrav	0,118	0,128	0,115	0,101	0,083	0,081	0,069	0,099
* EK/NDK	0,305	0,255	0,325	0,393	0,381	0,283	0,382	0,332
+ Netto fin. gjeldskrav	0,072	0,074	0,201	0,193	0,279	0,133	0,028	0,140
* NFG/NDK	0,695	0,745	0,675	0,607	0,619	0,717	0,618	0,668
= Netto driftskrav	0,086	0,088	0,173	0,157	0,204	0,118	0,044	0,124

Tabell 7.4: Netto driftskrav Domstein ASA

Avkastningskravet til netto driftskapital er en målestokk for netto driftsrentabilitet. Netto driftskravet er den vekta summen av avkastningskravet til egenkapitalen og netto finansiell gjeld (WACC). Ved bruk av WACC skal vektingen i utgangspunktet skje til markedsverdier. Om balanseførte verdier benyttes kan det estimerte avkastningskravet avvike fra det reelle. Vi har likevel benyttet balanseførte verdier i vår analyse siden vi ønsker et verdiestimat på egenkapitalen som er uavhengig av børsverdien. På denne måten kan vi evaluere om børsverdien er over- eller undervurdert i forhold til vårt verdiestimat.

Når vi nå har kommet frem til avkastningskravene på de ulike kapitalene til Domstein ASA, har vi nå en målestokk for hvor stor rentabiliteten bør være. På bakgrunn av avkastningskravene kan vi analysere hvor lønnsomt konsernet er.

8. Analyse av lønnsomhet og vekst

8.1 Analyse av lønnsomhet

Som nevnt under avsnitt 6.2, regner man ut rentabiliteten som en etterskuddsrente fordi man forutsetter at kontantstrømmen skjer midt i året. Rentabilitet er det eneste forholdstallet som har en teoretisk målestokk i form av et avkastningskrav. Man kan derfor sammenligne rentabiliteten med avkastningskravet, uten å analysere tallene over tid og/eller bransje, for å finne et mål på lønnsomheten til virksomheten. Har virksomheten en rentabilitet større enn kravet, genererer den en *superrentabilitet*. Det imidlertid viktig å være oppmerksom på at en superrentabilitet kan være et resultat av målefeil og ikke reell lønnsomhet, jfr. avsnitt 5.4.

Den viktigste rentabiliteten for eierne er egenkapitalrentabiliteten. Denne viser nettoresultatet til egenkapitalen i forhold til egenkapitalen.⁹⁶ Selv om man har en målestokk på egenkapitalrentabilitet i form av et egenkapitalkrav, er det viktig å ha generell kunnskap om utviklingen i rentabiliteten over tid og fordelt på bransjer. På denne måten får man også en målestokk i form av generelle trender.

For å få innsikt i hva som genererer egenkapitalrentabilitet kan den splittes opp etter forretningsområde og i drift kontra finansiering. Problemet med å dekomponere per forretningsområde er at segmentinformasjon ofte er svært avgrenset. Domstein ASA genererer mesteparten av sin inntekt i pelagisk sektor. Siden vi verken vet kostnadsfordelingen mellom de to sektorene eller hvor stor del av kapitalen som ligger bak disse tallene, blir rentabiliteten per forretningsområde umulig for oss å estimere. Vi må derfor konsentrere dekomponeringen rundt drift kontra finansiering. Denne kan skje i forhold til totalkapitalrentabilitet, rentabilitet på sysselsatt kapital og netto driftsrentabilitet. En dekomponering basert på netto driftsrentabilitet rendyrker drift og finansiering og er derfor best til vårt formål.

Ved å dekomponere den normaliserte egenkapitalrentabiliteten i netto driftsrentabilitet og virkningen av netto finansiell gearing kan man få ytterligere innsikt i hvordan denne genereres. Man kan videre analysere driften ved å dekomponere netto driftsrentabilitet i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. *Netto driftsmargin* måler virksomhetens evne til å generere netto driftsresultat per krone omsatt og *omløpet til netto driftseiendeler* måler

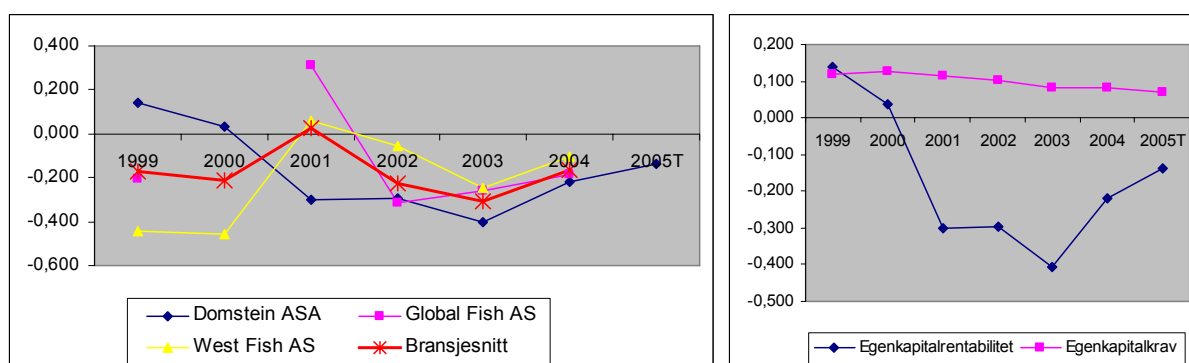
⁹⁶ Formel 8.1

virksomhetens evne til å skape driftsinntekter per krone investert.⁹⁷ For å gå enda nærmere inn på hva som genererer resultatet ut i fra omsetningen kan man sette opp et ”common size”-resultatregnskap, der man ser på hver post i forhold til driftsinntektene. Finansieringen kan videre analyseres i forhold til kapitalstruktur og av finansielle renter i forhold til krav. En analyse av kapitalstrukturen kan gjøres ved hjelp av en ”common-size”-balanse der man ser på de enkelte balanseposter i prosent av netto driftskapital. En analyse av finansielle renter i forhold til krav viser hvor flink virksomheten er til å skaffe seg billige lån og oppnå en meravkastning på finansielle eiendeler.

8.1.1 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Egenkapitalrentabilitet	0,140	0,036	-0,300	-0,296	-0,405	-0,219	-0,137	-0,216
- Krav til avkastning på EK	0,118	0,128	0,115	0,101	0,083	0,081	0,069	0,092
= Merrentabilitet på EK	0,021	-0,093	-0,415	-0,397	-0,488	-0,300	-0,206	-0,308

Tabell 8.1: Merrentabilitet på egenkapital Domstein ASA



Figur 8.1: Egenkapitalrentabilitet Domstein ASA og komparative virksomheter. Egenkapitalkrav og -rentabilitet til Domstein ASA

Egenkapitalrentabiliteten på Oslo Børs har minket fra en årlig median på 12,4 prosent i 1997 til 1,4 prosent i 2002. Denne har imidlertid steget i 2003 til 8,3 prosent.⁹⁸ Domstein ASA har i analyseperioden en tidsvektet egenkapitalrentabilitet på minus 21,6 prosent. Utviklingen i rentabiliteten fra 1999 til 2003 har vært svært negativ. En reduksjon frem til 2002 er i tråd med den generelle utviklingen på Oslo Børs, selv om denne ikke reduseres i samme grad. West Fish Aarsæther AS har en høyere rentabilitet fra 2001 til 2004, men følger den samme utviklingen som Domstein ASA. Global Fish AS har en marginalt dårligere rentabilitet enn Domstein ASA i 2002, men klarer å snu den negative trenden allerede i 2003. En

⁹⁷ Formel 8.2 og 8.3

⁹⁸ Knivsflå, K. H., (2005), Forelesning 11

mindrentabiliteten på 30 til nesten 50 prosent er ikke stort å skryte av. Man kan imidlertid trekke frem to positive momenter; konsernets negative utvikling fra 1999 til 2002 er i samsvar med både Oslo Børs og de komparative virksomhetenes utvikling, samt at trenden er positiv med en økende rentabilitet fra minus 40,5 prosent i 2003 til minus 21,9 og minus 13,7 prosent i 2004 og 2005T. Nivået på egenkapitalrentabiliteten er uansett et faresignal med tanke på lønnsomheten.

For å se om utviklingen hovedsakelig skyldes forhold ved driften eller dårlig fortjeneste/vilkår på finansielle eiendeler og gjeld, dekomponerer vi i drift og finansiering. Netto driftsrentabilitet er et mål på hvor mye driften kaster av seg. Denne har vi også sett på under kartleggingen av Domstein ASAs langsiktige risiko, jfr. avsnitt 6.2. Netto finansiell gearing viser differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto finansiell gjeldsrente multiplisert med forholdet mellom netto finansiell gjeld og egenkapitalen.⁹⁹

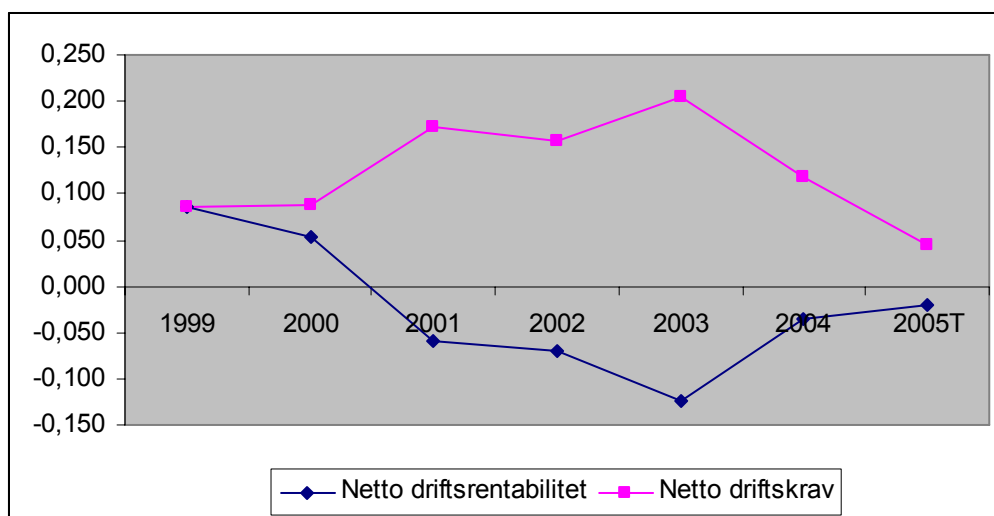
ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Krav
Netto driftsrentabilitet	0,086	0,054	-0,058	-0,070	-0,123	-0,036	-0,019	-0,042	0,127
Finansiell gearing	0,053	-0,019	-0,242	-0,226	-0,282	-0,183	-0,117	-0,174	
Egenkapitalrentabilitet	0,140	0,036	-0,300	-0,296	-0,405	-0,219	-0,137	-0,216	0,092

Tabell 8.2: Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten til Domstein ASA

Rentabiliteten til både netto driftseiendeler og egenkapitalen ligger langt under kravet. Dette er et faresignal. Vi kan ut i fra dekomponeringen se at driften gir en tidsvektet nettorentabilitet på minus 4,23 prosent. Virkningen av finansiell gearing er på hele negative 17,39 prosent. Ved å ytterligere dekomponere netto driftsrentabilitet og finansiell gearing, kan vi gå dypere inn på årsakene til hvorfor drifts- og finanssituasjonen er som den er.

⁹⁹ Formel 8.4

8.1.2 Analyse av netto driftsrentabilitet



Figur 8.2: Netto driftsrentabilitet og -krav Domstein ASA, jfr. tabell 7.4 og 8.2

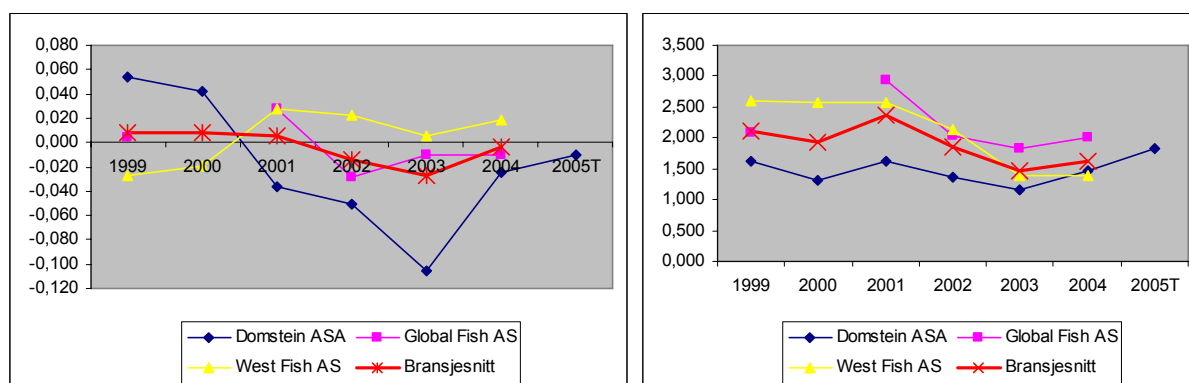
Tidsvektet netto driftsrentabiliteten er nesten 17 prosentpoeng lavere enn kravet. Det er svært negativt at Domstein ASA har et såpass stort gap mellom krav og rentabilitet. I tillegg vil en negativ driftsrentabilitet over en lengre periode reise et spørsmål om avvikling av driften. Domstein ASA har i sin årsrapport for 2004 lagt forutsetning om fortsatt drift til grunn. 2003 og 2004 har vært to dårlige fiskeår, men virksomhetene i bransjen hevder det vil komme en økning i fiskekvotene de nærmeste årene. Ved stabile råvare- og konsumentpriser vil en tilførselsøkning kunne bidra til å øke driftsrentabiliteten. Hvis dette inntreffer kan rentabiliteten imøtekomme kravet. Man må likevel se på de senere års differanser som et stort faresignal.

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Netto driftsmargin	0,053	0,042	-0,036	-0,051	-0,105	-0,025	-0,011	-0,032
Omløpet til netto driftseiendeler	1,619	1,301	1,625	1,375	1,170	1,461	1,819	1,470
Netto driftsrentabilitet	0,086	0,054	-0,058	-0,070	-0,123	-0,036	-0,019	-0,042

Tabell 8.3: Analyse av netto driftsrentabilitet

Når vi splitter netto driftsrentabiliteten i netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler ser vi at den tidsvektede driftsmarginen er negativ. Dette betyr at konsernet genererer et negativt netto driftsresultat per krone omsatt. De gir med andre ord fra seg 3,24 øre per krone de selger for. Dette er ikke bra. Over tid er det igjen årene 2001 til 2003 som har en negativ utvikling. Årene 2004 og 2005T gir en indikasjon på en mulig forbedring i fremtiden. Omløpet til netto driftseiendeler ligger på 1,47, noe som vil si at Domstein ASA oppnår en

driftsinntekt på 1,47 per krone investert. Omløpet har også økt de siste to årene, noe som er positivt.



Figur 8.3: Netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler Domstein ASA og komparative virksomheter

Sammenligner vi med de komparative virksomhetene ser vi at Domstein ASA kommer dårligere ut både når det gjelder netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Dette forklarer hvorfor netto driftsrentabiliteten til Domstein ASA er dårligere enn de konkurrerende bedriftene.

Domstein ASA har en negativ netto driftsmargin. Årsaken til dette kan kartlegges gjennom et ”common size”-resultatregnskap. Tidsvektet utgjør varekostnaden hele 77,5 prosent av driftsinntektene. I den strategiske analysen konkluderte vi med at marginene blir presset mellom leverandørene og kundene. Imidlertid er det ikke unormalt med høy varekostnad i handelsvirksomheter. Dette ser vi også i de komparative virksomhetene. Selv om noen av disse har et lavere forhold mellom varekostnad og driftsinntekt, er det vanskelig å trekke noen konklusjon siden produktmiksen i virksomhetene er ulike. For å øke netto driftsmargin, og dermed lønnsomheten, må Domstein ASA oppnå en høyere konsumentpris og/eller få redusert prisen på råvarene.

8.1.3 Analyse av finansieringen

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Krav
Netto driftsrentabilitet	0,086	0,054	-0,058	-0,070	-0,123	-0,036	-0,019	-0,042	0,127
- Netto fin. gjeldsrente	0,063	0,061	0,058	0,077	0,050	0,037	0,053	0,055	0,148
= Netto rentemargin	0,023	-0,006	-0,117	-0,146	-0,174	-0,073	-0,073	-0,097	-0,013
* Netto fin. gjeldsgrad	2,278	2,915	2,073	1,546	1,625	2,530	1,618	1,999	
= Finansiell gearing	0,053	-0,019	-0,242	-0,226	-0,282	-0,183	-0,117	-0,174	

Tabell 8.4: Analyse av finansiell gearing

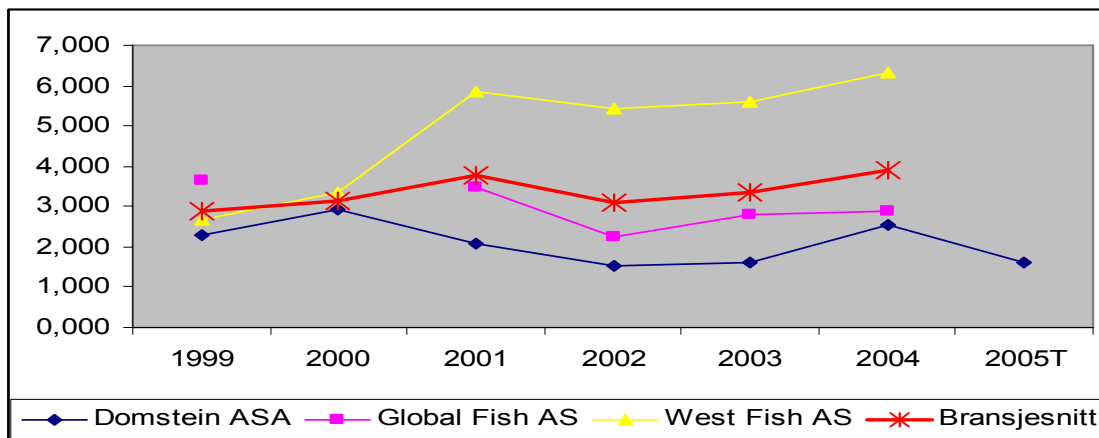
Årsaken til en ekstremt lav egenkapitalrentabilitet er at netto driftsrentabiliteten er lavere enn den netto finansiell gjeldsrenten i tillegg til at Domstein ASA bruker mye gjeld i finansieringen av driften. Det er imidlertid positivt at konsernet betaler en tidsvektet netto finansiell gjeldsrente på 5,46 prosent i forhold til kravet på 14,79. Selv om de har vært heldige med en netto lånerente som ikke reflekterer risikoen, vil dagens forhold med en netto driftsrentabilitet lavere enn netto finansiell gjeldsrente føre til en negativ netto rentemargin. Netto rentemarginen kan videre analyseres ved å se på hva som ligger bak netto finansiell gjeldsrente.

ÅR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Krav
Fin. gjeldsrente	0,061	0,059	0,059	0,072	0,047	0,034	0,050	0,052	0,144
* Fin. gjeldsvekt	1,162	1,156	1,134	1,109	1,069	1,066	1,066	1,094	1,094
- Fin. eiendelsrente	0,050	0,051	0,063	0,025	0,000	0,000	0,000	0,018	0,102
* Fin. Eiendelsvekt	0,162	0,156	0,134	0,109	0,069	0,066	0,066	0,094	0,094
= Netto fin. gjeldsrente	0,063	0,061	0,058	0,077	0,050	0,037	0,053	0,055	0,140

Tabell 8.5: Analyse av netto rentemargin

Den tidsvektede finansielle gjeldsrenten viser at Domstein ASA betaler en rente på 5,19 prosent over analyseperioden. Dette er langt mindre enn kravet, noe som er svært positivt. Kreditorerne tar seg med andre ord ikke ”godt nok” betalt for gjelden i forhold til risikoen. Dette kan for eksempel skyldes at konsernet har inngått langsiktige låneavtaler med avtalt rente når de var i en gunstigere økonomisk situasjon, og dermed i en lavere risikoklasse. En annen grunn kan være at Domstein ASA får statlige subsidierte lån gjennom Innovasjon Norge der renten ligger under markedsrenten. For konsernet kan det igjen diskuteres om vårt estimat på krav til finansiell gjeld gjenspeiler den reelle risikoen, jfr. avsnitt 7.2.2. Finansiell eiendelsrente er mindre enn kravet. Årsaken til at konsernet har en netto finansiell gjeldsrente mindre enn kravet, er at de klarer å få billige lån. En merrentabilitet på finansielle eiendeler er vanskelig å oppnå, men de må ha en forbedring for å klare å møte det finansielle eiendelskravet, jfr. tabell 7.2.

En økning i netto finansiell gjeld innebærer en økning i finansiell risiko. For å få et komplett bilde av hvorfor Domstein ASA har en virkning av finansiell gearing på *minus* 17,3 prosent må man også analysere netto finansiell gjeldsgrad. Netto finansiell gjeldsgrad viser forholdet mellom netto finansiell gjeld og egenkapital.



Figur 8.4: Netto finansiell gjeldsgrad Domstein ASA og komparative virksomheter

Domstein ASA har tidsvektet nesten dobbelt så mye netto finansiell gjeld som egenkapital, men andelen netto finansiell gjeld er mindre enn hos de komparative virksomhetene. Bruk av netto finansiell gjeld har en negativ virkning på egenkapitalrentabiliteten når netto driftsrentabilitet er lavere enn netto finansiell gjeldsrente. At de bruker mindre fremmedkapital enn andre virksomheter i bransjen er imidlertid positivt for risikoen. For å redusere den negative virkningen av finansiell gearing vil en ytterligere reduksjon av netto finansielle gjeld være nødvendig slik situasjonen er per i dag. Imidlertid vil det være uøkonomisk å tilbakebetale gjeld når kravet er høyere enn renten. Utfordringen blir å øke lønnsomheten slik at avkastningen på netto driftskapitalen øker. Da vil man kunne få en positiv virkning av netto finansiell gearing.

8.1.4 Oppsummering av lønnsomhetsanalysen

Domstein ASA har en svært negativ egenkapitalrentabilitet. Dette skyldes en negativ netto driftsrentabilitet som forsterkes av en høy netto finansiell gjeldsgrad. Isolert sett skulle det lønne seg å ta opp gjeld siden de er flinke til å oppnå gode lånevilkår. Derimot kaster driften mindre av seg enn den koster å finansiere, og en høy andel netto finansiell gjeld får en stor negativ påvirkning på egenkapitalrentabiliteten.

De siste årene har vært vanskelige for fiskeindustrien og for Domstein ASA. Konsernet har opplevd at flere av beina svikter samtidig; redusert råstofftilgang for sild og makrell, lave laksepriser som har bidratt til en ulønnsom investering i Fjord Seafood ASA og skjerpet konkurranse i hvitfiskmarkedet fra lavkostland. Disse faktorene har bidratt til at lønnsomheten i konsernet har vært dårlig. Det er avgjørende for Domstein ASA å få redusert presset på netto driftsmargin for derigjennom å øke netto driftsrentabilitet.

Selv om hovedinntrykket etter analysen er dårlig lønnsomhet, er vi oppmerksomme på at de resultatene vi har kommet frem til kanskje er et resultat av målefeil vi ikke har klart å skille ut i avsnitt 5.4. Slike eventuelle målefeil kan gjøre at de konklusjoner vi er kommet frem til er dårligere eller bedre enn de reelle økonomiske forholdene skulle tilsi.

8.2 Analyse av vekst

Vekst er ”den prosentvise endringen i et regnskapstall over tid og er viktig fordi vekst er en underliggende verdidriver ved fundamental verdsettelse”.¹⁰⁰ Vekst kan deles i *kapitalvekst*, som er vekst i balansen, og *resultatvekst*, som er vekst i resultatregnskapet. Investorer er spesielt opptatt av hva som skaper vekst i egenkapitalen. Vekst kan deles inn i vekst på kort og lang sikt, og er nært knyttet til rentabilitetsanalysen i avsnitt 8.1. Vekst har ingen teoretisk målestokk og man må derfor sammenligne med virksomheten over tid eller med andre virksomheter i bransjen. Bransjesammenligning er spesielt viktig siden virksomheter, som vokser mer enn bransjen, gjør dette ved å ta markedsandeler. Generelt blir vekst sett på som positivt, men det finnes tilfeller hvor vekst er uønsket. For eksempel ved en egenkapitalrentabilitet lavere enn kravet vil en økning i egenkapitalvekst føre til en redusert verdi på egenkapitalen. Med andre ord fører ulønnsom vekst til redusert verdi.

Forståelse for langsiktig vekst får en blant annet fra generell makroøkonomisk vekstanalyse. Økonomisk vekst er i følge Solow-modellen avhengig av for eksempel sparing i forhold til konsum, vekst i folketallet og teknologiske endringer.¹⁰¹ Disse makroforholdene er viktige for å forstå den langsiktige veksten. I det lange løp vokser økonomien i Norge med ca. 3 prosent, men trenden er stigende.¹⁰² I Europa har veksten de siste tiårene ligget på 1,5 prosent.¹⁰³ Veksten til en virksomhet kan ikke på lang sikt være større enn summen av forventet realvekst i den samlede økonomien og forventet inflasjon. Dette fører til at veksten i en virksomhet er tilbakevendende til gjennomsnittet. Inflasjonsmålet til Norges Bank er 2,5 prosent på lang sikt. Tar man utgangspunkt i dette får man en langsiktig vekst på 5,5 prosent, men med muligheter for stigning. For tiden er veksten i verdensøkonomien på mellom 4 og 5 prosent.¹⁰⁴ Denne har imidlertid vært stigende, og dersom man forventer en ”ny økonomi” vil kanskje en maksimal vekst på 7 prosent være fornuftig.

¹⁰⁰ Knivsfå, K. H., Forelesning 12

¹⁰¹ Burda, M., Wyplosz, C. (2001)

¹⁰² Statistisk Sentralbyrå

¹⁰³ Gjesdal, F., veiledning 25.10.05

¹⁰⁴ The Economist

Innsikt i kortsiktig vekst får en blant annet ved en strategisk analyse av bransjen og virksomheten, jfr. kapittel 4. Dersom bransjen vokser kan virksomheten ekspandere uten å ta markedsandeler fra konkurrenter. Uten bransjevekst kan man kun ta markedsandeler på bekostning av konkurrentene. Konkurransen vil i slike tilfeller være hardere, og marginene vil bli presset.

8.2.1 Kapitalvekstanalyse

Ved fundamental verdsettelse er egenkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital i fokus. Disse er derfor spesielt interessante å analysere ved kapitalvekstanalyse. Egenkapitalen kan analyseres med tanke på både fullstendig og normalisert vekst. Vi vil konsentrere oss om den normaliserte siden denne er mest relevant for fremskriving. Et annet argument er at det unormale nettoresultatet til egenkapitalen over tid er tilnærmet lik null. Normalisert vekst tar kun hensyn til egengenerert vekst i virksomheten, og ikke vekst som følger av kapitaluttak og -innskudd som ikke er en del av normal utbyttepolitikk. Den vedvarende *egenkapitalveksten* vil da være lik normalisert tilbakeholdsgrad multiplisert med normalisert egenkapitalrentabilitet, der tilbakeholdsgrad er en minus normalisert utdelingsforhold.¹⁰⁵

For å få en bedre forståelse av hva som genererer veksten, eller mangelen på denne, kan man analysere egenkapitalrentabiliteten og utbyttepolitikken. Egenkapitalrentabiliteten er analysert i avsnitt 8.1. For å komme frem til tilbakeholdsgraden i de enkelte år, er det vanlig å benytte medianen eller gjennomsnittet til det normaliserte utbytteforholdet. Det normaliserte utbytteforholdet viser forholdet mellom foreslått utbetalt utbytte og normalisert nettoresultat til egenkapital. Selv om det er blitt betalt ut utbytte i Domstein ASA hvert år bortsett fra i 2003, har de en median på null over analyseperioden. Årsaken er at normalisert nettoresultat til egenkapital har vært negativ i flere av årene. Det kan derfor stilles spørsmål ved om medianen er representativ for det normaliserte utbytteforholdet. Vi har derfor valgt å benytte gjennomsnittlig normalisert utbytteforhold som er på 17,3 prosent. Tilbakeholdsgraden over analyseperioden blir dermed 82,7 prosent.

Netto betalt utbytte har vært positivt i alle år utenom 2003. Dette er fornuftig utbyttepolitikk siden Domstein ASA har hatt en egenkapitalrentabilitet lavere enn kravet i alle år utenom 1999. Eierne får ikke det de krever fra virksomheten, og det er derfor mest optimalt for dem å

¹⁰⁵ Formel 8.5 og 8.6

investere i lønnsomme prosjekter der avkastningen kan møte kravet. Motsatt er det når virksomheter er svært lønnsomme, og genererer en superrentabilitet. I slike tilfeller skapes en merverdi utover kravet, og det er optimalt å skyte midler inn i virksomheten. Vi ser også at det er ble avsett utbytte i 2003, og at det samme år ble gjennomført en kapitalutvidelse. Selv om det fra et teoretisk synspunkt synes optimalt å avvikle virksomheten, har eierne også de to siste årene skutt inn ny kapital i virksomheten. En årsak til dette kan være at eierne ønsker å gi investorene signal om at de forventer fremtidig lønnsomhet. Dette vil spesielt være et troverdig signal dersom virksomheten går dårlig og betaler ut sårt tiltrengte midler.

Egenkapitalrentabiliteten er mindre enn kravet fra 2000 til 2005T, og i tillegg negativ fra 2001 til 2005T. Siden rentabiliteten er mindre enn kravet, er egenkapitalvekst uønsket fordi det vil føre til en redusert verdi på egenkapitalen. Vekst er derfor ikke ønsket for enhver pris. Når vi ser på egenkapitalrentabiliteten kan vi som tidligere nevnt ikke se bort fra at målefeil kan ha påvirket vår vurdering. Internrenten til egenkapitalen kan dermed være høyere enn kravet selv om rentabiliteten er lavere.

8.2.2 Resultatvekstanalyse

Veksten i de enkelte postene i resultatregnskapet kan analyseres ved å utarbeide et trendresultatregnskap og/eller et vekstresultatregnskap. Med et *trendresultatregnskap* studeres trenden i de ulike resultatpostene med utgangspunkt i et basisår. Et *vekstresultatregnskap* ser på veksten i postene år for år.

ÅR	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
VEKSTRESULTATREGNSKAP								
Brutto driftsinntekter	1 692 873	1 189 929	1 499 320	2 587 537	1 904 440	1 363 547	1 494 567	1 636 767
Vekst i brutto driftsinntekter		-0,297	0,260	0,726	-0,264	-0,284	0,096	0,095
TRENDRESULTATREGNSKAP								
Driftsinntekter	1,000	0,703	0,886	1,528	1,125	0,805	0,883	0,967
Nettores. fra driftstilkn. Virksomheter	1,000	16,099	13,138	-114,566	-39,254	-107,275	-5,993	-2,763
Nettoresultat til egenkapital	1,000	1,762	0,589	-8,756	-9,061	-10,131	-3,577	-2,647

Tabell 8.6: Utdrag fra resultatvekst- og trendresultatregnskapet

I Domstein ASAs trendresultatregnskap skiller nettoresultatet fra driftstilknytte selskap seg ut som den største årsaken til et negativt nettoresultat til egenkapitalen fra 2001 til 2005T. Først og fremst er det et negativt resultat i det tilknytte selskapet Fjord Seafood ASA som gjør at resultatet fra investering i tilknytte selskap har vært negativt siden 2001. Ser vi på utviklingen i driftsinntektene, har disse vært mindre de tre siste årene enn i basisåret 1998. Analyserer vi

denne posten spesifikt ved å se på vekstregnskapet, ser vi at driftsinntektene økte med 72,6 prosent fra 2000 til 2001 for å igjen reduseres med rundt 27 prosent i både 2002 og 2003. Som vi tidligere har påpekt, viser dette at Domstein ASA befinner seg i en syklisk bransje. År 2001 var et godt år i pelagisk sektor siden prisen på pelagiske produkter økte.¹⁰⁶ I år 2002 og 2003 ble kvotene for pelagisk fisk redusert, noe som resulterte i økt konkurranse om råstoffet. I tillegg falt markedsprisene kraftig.¹⁰⁷ Dette reflekteres i reduserte driftsinntekter. Ser vi videre på inntektsutviklingen i 2004 og 2005T er denne positiv med en vekst på nesten 10 prosent i hvert av årene. Dette kan love bra for fremtiden siden veksten i driftsinntektene er en budsjettdriver, jfr. avsnitt 9.2. Likevel er ikke driftsinntektene på nivå med hva det var i 1998.

Veksten i netto driftsresultat, nettoresultat til sysselsatt kapital og nettoresultat til egenkapital er også interessant å analysere siden fortjenestepotensialet er viktig for den fundamentale analysen og verdsettingen. Veksten i netto driftsresultat finner man ved å legge vekstvirkingen av operasjonell gearing¹⁰⁸ til driftsinntektsveksten. Tilsvarende sammenheng gjelder også for veksten i nettoresultatet til sysselsett kapital. En vekst i nettoresultatet til egenkapitalen finnes ved å legge både vekstvirkingen av operasjonell gearing og finansiell gearing til driftsinntektsveksten. Et negativt nettoresultat fører imidlertid til problemer ved utregningene av disse vekstene, og lite kan dermed leses ut fra disse.

¹⁰⁶ Årsrapport Domstein ASA 2001

¹⁰⁷ Årsrapport Domstein ASA 2002

¹⁰⁸ Formel 8.7

9. Fremtidsregnskap

Vi vil nå utarbeide et fremtidsregnskap som danner grunnlaget for verdierestimeringen i kapittel 10. Fremtidsregnskapet, som består av budsjettering og fremskriving, tar utgangspunkt i den tidligere gjennomførte strategiske regnskapsanalysen. Man bør fokusere på noen få hovedtrekk fra den strategiske regnskapsanalysen, og prøve å bygge disse inn i fremtidsregnskapet.

9.1 Valg av budsjettthorisont

Budsjettthorisonten (T) er det året man går over til en enkel fremskriving av verdidriverne rentabilitet, vekst og avkastningskrav. Lengden på budsjettperioden bør vurderes med utgangspunkt i blant annet tid til ”steady state” og kvaliteten på regnskapsføringen. ”Steady state” er det tidspunktet hvor veksten i bransjen blir lik den generelle langsiktige veksten i økonomien. Hvor mange år dette vil ta er avhengig av om bransjen per i dag allerede er i nærheten av ”steady state”, eller har en mye høyere vekst enn gjennomsnittet. Jo flere år man forventer vekst i bransjen, jo lengre budsjettthorisont bør man ha. God regnskapsføring plasserer virkelige verdier i balansen, og verdiene i fremtidsregnskapen får mindre betydning i verdierestimeringen. Det vil si at jo bedre kvalitet det er på regnskapsføringen, jo kortere budsjettthorisont kan man ha.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen tror vi ikke fiskeforedlingsbransjen er i ”steady state” per i dag. Spesielt på ferdigvaresiden er det et stort vekstpotensial. Imidlertid vil råstoffsituasjonen være helt avgjørende. Konsernet er avhengig av at fiskebestanden blir forvaltet fornuftig med et langsiktig perspektiv. Gjennom kontroll med ressursene kan man sikre en optimal høsting. Ser man på den immaterielle verdiskapingen i Domstein ASA, er denne relativt liten. Verdiene av eiendelene blir derfor i stor grad reflektert i balansen. Regnskapene er ført etter god regnskapskikk, noe revisjonsberetningene bekrefter. Slik regnskapsføring tilsier en horisont på 6-14 år frem i tid.¹⁰⁹ Domstein ASA er nå inne i store endringer og dette medfører at det blir vanskelig å predikere fremtiden. Det at fremtiden er usikker og at fortiden kan være lite representativ for den fremtidige utviklingen, kan tale for en kort tidshorisont. Ved å velge en for kort budsjettthorisont kan man imidlertid gå glipp av

¹⁰⁹ Knivsflå, K.H.(2005), Forelesning 14

verdiskapning, og dermed få et for lavt verdiestimat. Som et kompromiss har vi valgt en budsjettthorisont på 10 år, med andre ord fra 2006 til 2015.

9.2 Budsjettering til budsjettthorisont

Budsjettering innebærer stor grad av uvisshet. Det kan dermed være hensiktsmessig å ha fokus på et begrenset antall faktorer, uten at det av den grunn går på bekostning av kvaliteten til budsjettet. Likevel vil vårt skjønn påvirke budsjetteringen i stor grad siden vi må ta standpunkt til fremtidige hendelser. Hvor mye vår skjønnsmessige vurdering påvirker verdiestimatet vil vi se nærmere på i avsnitt 10.3.

Vi har budsjettert gjennom fem steg ved hjelp av sju ulike budsjett drivere.

- 1) Budsjettering av driftsinntekter gjennom driftsinntektsvekst (div)
- 2) Budsjettering av netto driftseiendeler gjennom omløpet til netto driftseiendeler (onde)
- 3) Budsjettering av netto driftsresultat gjennom netto driftsmargin (ndm)
- 4) Budsjettering av netto finansiell gjeld gjennom finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel (fgd og fed)
- 5) Budsjettering av netto finanskostnad gjennom finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrente (fgr og fer)

En viktig forskjell fra regnskapsanalysen, er at man i fremtidsregnskapet forutsetter at alle kontantstrømmene skjer per 31.12. Rentabiliteten blir dermed regnet ut på bakgrunn av inngående kapital. I regnskapsanalysen blir forholdstallene utregnet på basis av gjennomsnittlig kapital justert for opptent kapital.

Utgangspunktet for budsjetteringen er den historiske utviklingen til de ulike budsjett driverne. Basert på den strategiske regnskapsanalysen har man gjerne en formening om hva som vil skje i en til to perioder frem i tid. Utviklingen på kort sikt kalles budsjett punkt 1, i vårt tilfellet år 2006. I mange tilfeller kan det være nyttig å ha et budsjett punkt på mellomlang sikt dersom en forventer en spesiell utvikling som ikke er i samsvar med utviklingen på lang sikt. Vi har valgt budsjett punkt M til å være år 2010 siden vi tror de pågående strukturelle endringene vil påvirke den økonomiske utviklingen positivt i årene fremover. På lengre sikt vil mange regnskapstall være tilbakevendende til gjennomsnittet i bransjen eller gjennomsnittet i virksomheten over tid. Dette kan imidlertid overstyres ut i fra subjektivt skjønn dersom

innsikten fra den strategiske analysen tilsier det. Av praktiske hensyn forutsetter vi lineær utvikling mellom de tre budsjettpunktene 1, M og T.

9.2.1 Utvikling i driftsinntekter

Ved budsjettering av driftsinntektene bør man ta utgangspunkt i den historiske utviklingen, og at driftsinntektsveksten konvergerer mot langsiktig økonomisk vekst.

Driftsinntektene har vært svært variable i analyseperioden, jfr. avsnitt 8.2.2. De store svingningene er ikke overraskende med tanke på at fiskerinæringen er svært syklisk.

Driftsinntektene er først og fremst avhengige av kvoteregulering som følger av begrenset ressurstilgang, men også utenlandske handelsforhold. Ut fra den strategiske analysen kan det se ut som bransjen går lysere tider i møte. For det første er det ventet større kvoter på de pelagiske fiskeslagene og en økning i etterspørselen etter fiskeprodukter. For det andre tror vi at Domstein ASAs investeringer i ferdigvaredivisjonen vil bære frukter, og dermed være en viktig inntektskilde i fremtiden. Dette forutsetter imidlertid at tollsatsen på bearbejdede produkter vil synke i årene fremover. Sett under ett tror vi driftsinntektene vil stige fremover mot en vekst på 12 prosent i 2010.

Som nevnt i avsnitt 8.2 kan ikke veksten til en virksomhet på lang sikt være større en veksten i økonomien generelt. At veksten i fiskeforedlingsindustrien vil stabilisere seg på et like høyt nivå er sannsynligvis urealistisk. Dette har sammenheng med at vi snakker om konsumvarer der en økning i inntekt trolig ikke vil slå ut i like stor økning i forbruket på fiskeprodukter. I tillegg kan det ha betydning at produktene i stor grad blir eksportert til land som har en annen langsiktig økonomisk vekst. Det er med andre ord vanskelig å predikere hva den langsiktige veksten i driftsinntektene til bransjen vil være. Vi velger derfor å basere driftsinntektsveksten på veksten i verdensøkonomien, det vil si en realvekst på rundt 4 prosent.

Som nevnt i den strategiske analysen vil et norsk medlemskap i EU ha stor betydning for næringen. Dersom dette skulle bli en realitet vil det kanskje være mer nærliggende å tro at bransjen vil stabilisere seg på et høyere langsiktig nivå. Det å basere seg på mulige politiske avgjørelser er imidlertid høyst usikkert. Vi har også nevnt at vi forventer økt etterspørsel etter fiskeprodukter ettersom helse og sunn livsstil for tiden er i fokus. Ulike eksterne forhold kan imidlertid endre dette, for eksempel skadelige utslipp i havet. Å basere et fremtidsregnskap på

slike usikre hendelser blir for spekulativt og vi lar det derfor ikke påvirke vårt valg av langsiktig vekst.

9.2.2 Utvikling i netto drifteideler

Utviklingen i netto drifteideler får vi gjennom å se på driftsinntekter i forhold til omløpet til netto driftseideler. Omløpet vil være avhengig av hvor effektiv bruken av netto driftskapital er.

Frem til 2010 regner vi med at konsernet vil ha en større grad av bearbeiding i produksjonen siden de planlegger å ekspandere i ferdigvaredivisjonen. Mer foredling krever vanligvis en lengre produksjonssyklus som betyr oppbygging av varelager. I tillegg vil en omstrukturering føre til større investeringer i maskiner og lignende. Det er et faktum at industrivirksomheter har en lavere omløpshastighet enn handelsvirksomheter. Ut i fra budsjetterte driftsinntekter i 2006 får vi en omløpshastighet på 2,2. På mellomlang sikt kan det derfor være rimelig at denne reduseres til 1,9.

På lang sikt er det vanlig å anta at omløpet vil konvergerer mot gjennomsnittet i bransjen. Domstein ASA har den siste tiden gjennomgått store strukturelle endringer. På mange måter kan man si at en større del av konsernet er på vei inn i en ny bransje. Virksomheten har frem til i dag vært sentrert rundt pelagisk fisk og minimal grad av bearbeiding. Den strategien som konsernet nå gjennomfører vil medføre at konkurransen i større grad blir rettet mot ferdigvareprodusenter som Findus AB. Som nevnt er omfanget av netto driftseideler ulikt i disse bransjene og det historiske bransjesnittet vil dermed ikke være representativt for den virksomheten Domstein ASA vil være i fremtiden. Vi har dermed valgt å sette omløpet til netto driftseideler til 1,5 på horisonten.

9.2.3 Utvikling i netto driftsresultat

Utviklingen i netto driftsresultatet er avhengig av netto driftsmarginen. Når en budsjetterer netto driftsmarginen bør man ta utgangspunkt i den strategiske analysen.

På sikt vil konkurranse vanligvis drive netto driftsmarginen mot gjennomsnittet i bransjen, eventuelt med tillegg av en premie med utgangspunkt i ressursbasert strategisk analyse. Som nevnt tidligere vil omlegging av virksomheten føre til at det er vanskelig å benytte historiske tall til å predikere fremtidig netto driftsmargin. Vi vil derfor ta utgangspunkt i den strategiske

analysen. På mellomlang sikt forventer vi at den økte satsingen på ferdigvaresektoren vil øke nettodriftsmargin. Vi tror det er muligheter for å oppnå synergieffekter som følge av den senere tids investeringer, og dette vil forhåpentligvis føre en mer effektiv drift og dermed lavere kostnader. Siden Domstein Enghav AS har kun en reell konkurrent på ferdigvaremarkedet, tror vi at muligheten til å kapre markedsandeler er til stede. Dette er imidlertid avhengig av Findus ABs reaksjon på Domstein ASAs økte satsing på dette markedet. Vi tror det er mest rasjonelt for Findus AB å kjøre sitt eget løp. Dette fordi de per i dag er så store at de antageligvis ikke har så mye å vinne på å presse Domstein ASA ut av markedet. I tillegg vil et voksende marked for bearbejdede frosne fiskeprodukter og fersk fisk kunne øke netto driftsmarginen. Netto driftsmargin på mellomlang sikt har vi valgt å sette til 8,5 prosent.

Man må imidlertid være klar over at en økt netto driftsmargin, og dermed et høyere netto driftsresultat, reverserer den normaliserte driftsskattesatsen mot selskapsskattesatsen. Det kan dermed oppstå press på netto driftsmargin over budsjettperioden, noe som muligens indikerer en lavere netto driftsmargin selv med en lysere fremtid. Frem mot budsjettthorisonen forventer vi at konkurranse vil drive netto driftsmargin nedover. Om utviklingen fortøner seg slik vi forventer på mellomlang sikt vil det være attraktivt for nye aktører å satse på ferdigvaremarkedet. Nyetableringer vil føre til at marginene i bransjen blir presset, og vi forventer dermed at netto driftsmarginen vil havne på rundt 5,0 prosent på horisonten. Vi vil påpeke at verdiene på budsjettpunktene er svært usikre. Virkningen av denne usikkerheten kommer vi tilbake til i avsnitt 10.3.

9.2.4 Utvikling i netto finansiell gjeld

Et selskaps kapitalstruktur, og dermed netto finansiell gjeldsdel, er vanligvis rimelig stabil over tid. Som oftest vil virksomheter med ”mye” gjeld ønske å redusere sin gjeldsandel. For virksomheter med ”lite” gjeld kan det være fordelaktig å bruke mer fremmedkapital. Et vanlig mål på optimal netto finansiell gjeldsdel, er historisk tidsvektede gjennomsnittet eller bransjesnittet.

Historisk tidsvektet finansiell gjeldsdel i Domstein ASA er på 72,1 prosent, og bransjesnittet er på 82,7 prosent. Ut i fra ”trailing” balansen vil finansiell gjeldsdel gå ned i 2005. Vi tror imidlertid ikke dette er representativt for de kommende årene siden oppkjøpsaktiviteter kan

tale for en høy finansiell gjeldsdel. Konsernet har kjøpt opp flere virksomheter etter 2. kvartal 2005, og vi tror derfor finansiell gjeldsdel vil øke til 80,0 prosent på budsjettpunkt 1.

Norges Sildesalgslag yter normalt ikke leverandørkreditt til sine kunder. Innkjøp i store kvantum, store sesongvariasjoner og høye råstoffpriser kan dermed gjøre driftsfinansieringen krevende.¹¹⁰ Dette kan være en årsak til at det ikke er unormalt med en høy finansiell gjeldsdel i fiskeforedlingsbransjen, noe det tidsvektede bransjesnittet på 82,7 prosent viser. På lang sikt forutsetter vi at finansiell gjeldsdel vil konvergere mot det tidsvektede gjennomsnittet i Domstein ASA på 72,1 prosent.

Vi har ingen forutsetninger for å kunne si noe om den fremtidige størrelsen på de finansielle eiendelene til Domstein ASA og forutsetter derfor at disse går mot det historisk tidsvektede gjennomsnittet på 6,2 prosent. Dette er tilnærmet lik gjennomsnittet i bransjen og vi finner det derfor ikke urimelig.

9.2.5 Utvikling i netto finanskostnad

Endringen i netto finanskostnad er avhengig av finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet. Netto finansiell gjeldsrente kan avvike fra kravet til avkastning på netto finansiell gjeld, men på sikt er det rimelig å tro at den betalte netto renten på netto finansiell gjeld er lik netto finansielt krav. Dette er en rimelig forutsetning dersom kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført til tilnærmet virkelig verdi. Dermed kan man budsjettere med at netto finansiell rente er lik kravet år for år i budsjettperioden, jfr. neste avsnitt.

9.3 Krav til avkastning over og etter budsjetthorisonen

Utarbeiding av fremtidsregnskapet innebærer fremskriving i tillegg til budsjettering. I noen tilfeller kan det være hensiktsmessig å fremskrive direkte uten budsjettering. Dette forutsetter imidlertid at bransjen er tilnærmet i ”steady state” eller har verdibasert regnskapsføring. For Domstein ASA er ikke dette tilfellet. Gjennom budsjetteringen har vi dannet en overgang mellom finansregnskapet og fremskriving av verdidriverne. Så lenge rentabilitet og vekst konvergerer mot ”steady state” i budsjettperioden, vil det være hensiktsmessig å forlenge verdidriverne for kapitalene utover budsjetthorisonen.

¹¹⁰ Årsrapport Domstein ASA 2004

For å kunne verdsette alle delkapitalene i selskapet må man ha avkastningskravet til egenkapitalen, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Fremgangsmåten for å finne kravet til avkastning fremover i tid, er tilnærmet lik fremgangsmåten vi brukte under analysen av historiske avkastningskrav, jfr. kapittel 7. En viktig forskjell er at vektene er basert på inngående kapital i stedet for justert utgående kapital. I regnskapsanalyse er det tradisjon for å forutsette at kontantstrømmene skjer midt i året og regne rentabilitet på basis av justert gjennomsnittlig kapital. Da skal også kravvektene være justert gjennomsnittlig kapital. I verdsettelse er det tradisjon for å forutsette at alle kontantstrømmene skjer per 31.12 og det er da konsistent å regne rentabilitet på inngående kapital. Dermed skal også vektingen av krav prinsipielt sett skje på inngående kapital. Ulike tradisjoner i de enkelte fagområder fører dermed til inkonsistens mellom fortid (regnskap) og fremtid (budsjett).

ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente	0,014	0,016	0,018	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,032	0,034	0,036	0,036	0,036
+ EKBeta	0,886	0,635	1,407	1,344	1,287	1,234	1,186	1,141	1,099	1,060	1,024	0,991	0,991
* Risikopremie til marked	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040
+ Illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Egenkapitalkrav	0,069	0,062	0,095	0,094	0,094	0,094	0,095	0,095	0,096	0,096	0,097	0,096	0,096

Tabell 9.1: Egenkapitalkravet i budsjett- og fremskrivingsperioden

Tabell 9.1 viser egenkapitalkravet i budsjett- og fremskrivingsperioden. Med dagens lave rentenivå tror vi med høy sikkerhet at den risikofrie renten vil øke på lang sikt. Hvor mye er vi usikre på. Som mål på risikofri rente i fremtiden har vi derfor valgt et historisk gjennomsnitt av effektiv rente på statslån. Det løpende 10-årige gjennomsnittet fra 1995 til 2005 var 3,6 prosent.¹¹¹ Markedets risikopremie i fremtiden er like vanskelig å anslå som dagens, jfr. avsnitt 7.1.2. Vi velger derfor 4 prosent som en meravkastningen fra markedet også i fremtiden. I avsnitt 7.1.4 forutsatte vi en illikviditetspremie på 2 prosent etter børsnoteringen. Denne tror vi også vil være representativ for fremtidig markedssvikt og selskappespesifikk risiko.

Egenkapitalbetaen avhenger av finansieringen. Jo høyere netto finansiell gjeldsgrad i forhold til egenkapitalen i konsernet, jo høyere egenkapitalbeta og dermed høyere egenkapitalkrav. Vi har budsjettert med en høyere nettofinansiell gjeldsgrad de nærmeste årene som følge av stor oppkjøpsaktivitet. Dette gjør at egenkapitalbetaen stiger på mellomlang sikt. Mot budsjettthorisonen har vi budsjettert at netto finansiell gjeldsdel skal gå mot det tidsvektede

¹¹¹ Knivsflå, K. H., Forelesning 10

gjennomsnittet i Domstein ASA. Siden dette er lavere enn på mellomlang sikt, vil vi få en reduksjon i egenkapitalbetaen. En lavere gjeldsandel betyr at virksomheten vil få en mindre risikabel finansiering.

Utbytte som blir betalt ut fra og med 2006 er i følge norske skatteregler skattpliktig med 28 prosent for personlige skatteyttere. Det kan dermed argumenteres for en man bør justere egenkapitalkravet for denne virkningen. På den andre siden er en slik utbytteskatt bare aktuell dersom den marginale investor, det vil si den investor som står på grensen til å gå inn i virksomheten, er skattepliktig til Norge. Domstein ASA har frem til i dag stort sett bare hatt norske investorer. Dette kan tale for at vi bør ta hensyn til utbytteskatten i egenkapitalkravet. I de senere årene har vi sett at utenlandske investorer har kjøpt seg inn i norske fiskerivirksomheter, spesielt da i laksenæringen. I fremtiden kan man derfor ikke se bort i fra at disse også vil gå inn i annen type fiskerivirksomhet, som for eksempel Domstein ASA. For å kunne behandle alle potensielle investorer på lik linje velger vi derfor å ikke ta hensyn til effekten en slik ny skatteregel vil gi.

Oppsummering av krav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftskrav	0,044	0,048	0,045	0,049	0,049	0,052	0,055	0,058	0,061	0,069	0,072	0,072	0,072
Finansielt eiendelskrav	0,015	0,017	0,019	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,033	0,036	0,038	0,038	0,038
Sysselsatt kapitalkrav	0,043	0,047	0,044	0,048	0,048	0,051	0,053	0,056	0,059	0,067	0,070	0,070	0,070
Egenkapitalkrav	0,069	0,062	0,095	0,094	0,094	0,094	0,095	0,095	0,096	0,096	0,097	0,096	0,096
Finansielt gjeldskrav	0,028	0,032	0,029	0,033	0,032	0,035	0,038	0,041	0,044	0,054	0,058	0,058	0,058
Netto finanskrav	0,028	0,033	0,030	0,034	0,032	0,036	0,039	0,042	0,045	0,056	0,060	0,060	0,060
Driftseiendelskapitalkrav ¹¹²		0,064	0,110	0,109	0,109	0,109	0,109	0,109	0,109	0,110	0,110	0,109	0,109

Tabell 9.2: Oppsummering av avkastningskrav

Tabell 9.2 oppsummerer avkastningskravet til de ulike delkapitalene i fremtidsregnskapet.

Estimatene gjør oss i stand til å utarbeide et verdiestimat på Domstein ASA, jfr. kapittel 10.

¹¹² Formel 9.1

10. Fundamental verdsettelse av Domstein ASA

Vi er nå kommet til selve verdsettelsesprosessen. Den foregående strategiske regnskapsanalysen har dannet fundamentet vi nå skal bruke. Det er to ulike metoder innen fundamental verdsettelse, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Ved konsistent bruk skal metodene gi samme verdiestimat. Forutsetningen er imidlertid at avkastningskravet er vektet på virkelige verdier. Siden vi har vektet avkastningskravene på basis av budsjetterte vekter, vil det oppstå differanser mellom metodene.

10.1 Oversikt over fundamentale verdsettelsesmetoder og modeller

Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelse av egenkapitalen ved å verdsette strømmen av utbytte (fri kontantstrøm til egenkapital), superprofitt eller superprofittvekst. De ulike modellene skal ved konsistent bruk gi samme verdiestimat. Vi har brukt utbyttmodellen og superprofittmodellen. I utbyttmodellen er verdien av egenkapitalen i dag nåverdien av fremtidig utbytte. I superprofittmodellen er verdien av egenkapitalen lik balanseført verdi av egenkapitalen i dag pluss nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital. Begge modellene bruker egenkapitalkravet som diskonteringsrente.

Totalkapitalmetoden er en indirekte metode. Verdien av egenkapitalen er verdien av totalkapitalen minus verdien av gjeld og eventuelle minoritetsinteresser. Man kan fokusere på sysselsatt kapital, netto driftskapital eller fri kontantstrøm til egenkapital fra drift. Innenfor sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden finnes det ulike modeller. Vi har valgt å fokusere på fri kontantstrøm og superprofitten til de to kapitalene. Diskonteringsrenten er henholdsvis sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav. Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift er kontantstrømmen til egenkapitalen dersom finansielle eiendeler hadde vært betalt tilbake til eierene. Diskonteringsrenten er driftseiendelskravet. Dette kravet finner man ved å vekte kravet til egenkapitalen og finansielle eiendeler, jfr. formel 9.1. Vi bruker budsjetterte vekter og derfor vil verdiestimatet variere avhengig av hvilket kapitalkrav vi fokuserer på. Modellene som bruker samme avkastningskrav er imidlertid konsistente.

10.2 Verdiestimat på Domstein-aksjen

I fremtidsregnskapet til Domstein ASA har vi forutsatt at finansiell gjeld og finansielle eiendeler måles til virkelige verdier i balansen som et resultat av et perfekt kapitalmarked.

Driftseiendelene balanseføres vanligvis til korrekt historisk kost. Siden vi har brukt disse verdiene i vektingen bryter vi forutsetningen bak WACC om at vektingen skal baseres på virkelige verdier. Konsekvensen er at de ulike metodene gir varierende verdiestimat. Alle metodene skal være ekvivalente dersom man har virkelige verdier i vektingen, derfor er det ikke mulig for oss å vite hvilken av metodene som gir det beste estimatet på verdien av egenkapitalen til Domstein ASA. Vårt estimat på aksjeverdien er dermed gjennomsnittet av de fire metodene.

Verdiestimat pr 28.10.2005	
Egenkapitalmetoden	13,50
Netto driftskapitalmetoden	16,29
Sysselsatt kapitalmetoden	16,51
FKED-metoden	12,85
Gjennomsnitt	14,79

Tabell 10.1: Verdiestimat

Som tabell 9.1 viser er det gjennomsnittlige verdiestimatet på kr 14,79 per aksje. Dette er i overkant av børskursen som per 28.10.2005 er kr 6,15. Denne differansen har sitt utsping i at vi har basert oss på et positivt fremtidsscenario der Domstein ASA lykkes med sine investeringer i ferdigvaredivisjonen og at de får den råstoffmengden de har behov for.

10.3 Usikkerhet i verdiestimatet

Det er stor usikkerhet i vårt estimat på grunn av forenklinger og ulike forutsetninger. I prinsippet er verdiestimatet en forventet aksjeverdi på bakgrunn av forventet utvikling i budsjett- og verdidriverne. Jo større uvisshet i budsjett- og verdidrivere, jo større uvisshet i verdiestimatet. For å få et innblikk i hvordan ulike faktorer påvirker vårt verdiestimat skal vi foreta en sensitivitetsanalyse. *Sensitivitetsanalyse* vil si å endre en kritiske verdi- eller budsjettdriver for å se hvilken effekt det har på verdiestimatet alt annet like.

Hvilken effekt endringer i budsjettpunktene har på verdiestimatet, er avhengig av hvor lang budsjettperiode man opererer med. Dersom man har en kort eller mellomlang budsjettperiode, vil endringer i budsjettpunkt 1 og M ha mindre påvirkning på verdiestimatet enn endringer i budsjettpunkt T. Ved bruk av en svært lang tidshorisont, vil utviklingen i budsjettdriverne på kort og mellomlang sikt få større betydning. Vi har valg en mellomlang budsjettperiode på 10 år. Endringer i kritiske faktorer på budsjettthorisonen vil dermed ha størst betydning, men

også forandringer i budsjettpunkt M vil kunne virke inn. Vi vil derfor se på endringer på mellomlang og lang sikt.

10.3.1 Sensitivitet i budsjett drivere

Vårt verdiestimat er basert på en forutsetning om vekst i driftsinntektene på mellomlang sikt, med en tilhørende nedgang på lang sikt. Vår antagelse om en forsiktig økning i driftsinntektene på mellomlang sikt som følge av en vellykket strategi kan slå feil. Strategien til Domstein ASA kan bli en stor suksess, for eksempel som følge av at produktene deres blir godt mottatt på markedet. På den andre siden er det mulig at strategien slår feil.

Endring i driftsinntektsveksten på budsjettpunkt M slår bare marginalt ut på verdiestimatet. Større utslag får vi ved å endre veksten på horisonten. Reduserer vi den langsiktige veksten til 3 prosent reduseres estimatet med bare kr 0,40. En vekst på 6 prosent gir en økning på kr 2,62. Selv med større utslag på horisonten er ikke verdiestimatet spesielt sensitivt ovenfor endringer i den langsiktige driftsinntektsveksten.

Vi har budsjettert med at omløpet vi synke gjennom hele budsjettperioden på grunn av økt satsing på bearbejdede produkter. Verdiestimatet er lite sensitivt ovenfor endringer i omløpet frem til 2010. På budsjett horisonten er virkningen derimot større. Dersom omløpet synker til 1,3 vil det føre til at verdiestimatet synker til kr 8,84 per aksje. En like stor økning i omløpet vil øke verdiestimatet til kr 19,36 per aksje. Dette viser at det skal lite til for at vårt estimat på aksje verdien endres.

Vår budsjetterte netto driftsmargin vil øke på mellomlang sikt, men på grunn av økt konkurranse vil denne reversere mot budsjett horisonten. Som nevnt i avsnitt 9.2.3 er vi svært usikre på utviklingen i denne budsjett driveren. Analysen viser at det ikke skal store endringer til før det gir store utslag i verdiestimatet, både på mellomlang og lang sikt. Dersom Domstein ASA får en netto driftsmargin som er 1 prosent lavere enn budsjettert på lang sikt vil verdien på aksjen synke til minus kr 6,54. En tilsvarende økning vil gi et verdiestimat på kr 23,04 per aksje. Det skal derfor ikke mye til for at våre forutsetninger vil gi et feil bilde av den fremtidige økonomiske situasjonen til virksomheten.

10.3.2 Sensitivitet i avkastningskrav

Vi har budsjettert med en risikofri rente som konvergerer mot 3,6 prosent på horisonten. Vi ser at jo høyere rente, jo lavere blir verdiestimatet. En reduksjon på kun 0,6 prosent vil øke verdien per aksje til kr 21,99. Dersom renten konvergerer mot 5 prosent vil verdien bli redusert til kr 6,34. Dette viser at verdiestimatet er svært følsomt for endring i risikofri rente, og dermed vårt valg av mål på fremtidig risikofri rente. Imidlertid vil inflasjonen også her spille inn ved at vi får en effekt både i teller og nevner som mer eller mindre vil jevne hverandre ut.

Markedets risikopremie har vi satt til 4 prosent etter Thore Johnsen's anbefalinger, men det finnes argumenter for å bruke en høyere premie. Dette vil gi et lavere verdiestimat. For eksempel vil en risikopremie på 6 prosent gi en aksjeverdi på kr 10,47. Forandring av risikopremien innenfor det som er "realistisk" gir imidlertid ingen store utslag i vår estimering. Dette kan ha sammenheng med at Domstein ASA har en lav egenkapitalandel.

Selv om vi har estimert en beta ut i fra kursene til konsernet siden børsnoteringen, må den betraktes som en usikker variabel. Er aksjen mindre risikabel enn markedet har virksomheten en beta lavere enn 1. For Domstein ASA vil en beta på 0,75 bety en økning i verdiestimatet til kr 18,14 per aksje. Dersom virksomheten har større systematisk risiko, for eksempel representert ved en beta lik 1,5, vil aksjen ha en lavere verdi. I dette tilfellet kr 10,66.

Vi har tidligere nevnt at kravet til finansiell gjeld er avhengig av både systematisk og usystematisk risiko uttrykt gjennom en tapspremie. Den usystematiske risikoen er vanskelig å anslå, og tapspremien er derfor skjønnsbasert ut i fra budsjetteringen. En mer optimistisk budsjettering vil føre til en lavere tapspremie. Denne vil derfor isolert sett ha en positiv virkning på verdiestimatet. I hvilken grad er vanskelig å anslå siden en optimistisk budsjettering også påvirker andre budsjett drivere.

10.3.3 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Vi valgte ut en rekke faktorer for å se hvilken verdi som er mest kritisk i verdsettelsen av Domstein ASA. Av budsjett drivere er det størrelsen på netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler som har størst innvirkning på verdien av konsernet. Det er også disse som er vanskeligst å estimere siden de i stor grad bygger på subjektiv vurdering basert på den strategiske analysen. I avkastningskravet har størrelsen på risikofri rente størst påvirkning.

Dette er en eksogen faktor Domstein ASA ikke har noen innvirkning på. Imidlertid er svingingene i realrente sjelden store. Sensitivitetsanalysen viser dermed at noen valg i verdsettelsesprosessen kan gi et verdiestimat som er mye preget av subjektiv vurdering.

Den største svakheten med en slik sensitivitetsanalyse, er at man bare endrer en faktor om gangen. Det som ofte er tilfellet, er at variabler endrer seg i et bestemt forhold til hverandre. Det er med andre ord en partiell analyse hvor man utelukker at faktorene er gjensidig avhengig av hverandre.

11. Konklusjon

Formålet med oppgaven var å foreta en økonomisk verdivurdering av konsernet Domstein ASA, for å estimere hva verdien av Domstein ASAs egenkapital er ved gjeldende markedsforhold.

Gjennom den strategiske analysen dannet vi oss et bilde av Domstein ASA og dens omgivelser. Den norske fiskeforedlingsbransjen har i de senere årene vært preget av hard konkurranse og sviktende marginer. Dette kommer først og fremst av at tilgangen på råstoff er begrenset, men også at konkurransen er blitt mer global. Domstein ASA har også fått merke denne utviklingen ”på kroppen”, noe som reflekteres i den strategiske regnskapsanalysen. Som svar på de utfordringer konsernet står ovenfor, pågår det nå en større omstrukturering i virksomheten. Dette har gjort det både spennende og vanskelig å analysere og budsjettere fremtiden til konsernet. De er svært avhengige av at den nye strategien skal slå til for at de også i fremtiden skal kunne eksistere på markedet. Det kritiske ligger i om de klarer å snu driften slik at denne går i pluss. Per i dag driver driften virksomheten mot konkurs. En vellykket strategi mot ferdigvaremarkedet kan snu denne trenden og hjelpe konsernet opp på mellomlang sikt. På lang sikt er Domstein ASA derimot avhengig av nye strategiske fortrinn for å fortsette historien som et av Norges eldste fiskerivirksomheter.

Fremtidsregnskapet ble basert på vår antagelse om at Domstein ASA vil klare å snu den negative trenden gjennom å satse på nye produktområder. Gjennom diskontering av fremtidige kontantstrømmer fikk vi et verdiestimat som ligger i overkant av dagens markedsbaserte aksjekurs. Som sensitivitetsanalysen viser, skal det bare små endringer til i skjønnsfastsette variabler for at verdiestimatet forandrer seg. Spesielt vil anslaget på netto driftsmargin på horisonten være sterkt utslagsgivende. Når det gjelder utviklingen i netto driftsmargin, tror vi at fremtidige rammebetingelser vil spille en sentral rolle. Særlig vil et eventuelt medlemskap i EU kunne påvirke Domstein ASAs muligheter til å hevde seg på et mer globalt marked.

Fremtiden til Domstein ASA har kanskje aldri vært så vanskelig å predikere som i dag. Sykliske svinginger på grunn av et varierende ressursgrunnlag har alltid vært en del av hverdagen, men de utfordringer virksomheten står ovenfor i dag favner videre enn dette. Selvfølgelig er det viktig å ha tilgang til råvarer, men i og med at ressursmarkedet er blitt mer

globalt må de norske virksomhetene også kunne hevde seg på andre områder for å være med i konkurransen. Det bli derfor spennende å se om Domstein ASA gjennom sin evne til å tenke innovativt, samt størrelse og erfaring, klarer å utnytte de mulighetene de har til å være levedyktig også i fremtiden.

12. Litteraturliste

BENDIKSEN, Bjørn Inge (08.2005), ”Struktur og kapasitet i pelagisk konsumsektor.”

Rapport 11/2002. Tromsø: Fiskeriforskning.

BREALY, Richard A., MYERS, Stewart C. (2003). “Principles of corporate finance”. New York: McGraw - Hill

BURDA, Michael, WYPLOSZ, Charles (2001), ”Macroeconomics”. New York: Oxford University Press.

DOMSTEIN ASA (1998-2004). Årsrapport. Måløy.

EKLUND, Trond, KNUTSEN, Knut (1997). ”Regnskapsanalyse.” *Aktiv bruk av regnskapet*.

Oslo: Universitetsforlaget AS

Fiskeri- og kystdepartementet (2004), Pressemelding nr. 60/2004

Fiskeri- og kystdepartementet (2004), Pressemelding nr. 67/2004

Fondsfinans, Nordea Securities (04.12.2003), ”Prospekt i forbindelse med fortrinnsrettsemisjon.” Oslo.

GLOBAL FISH AS (1998-2000, 2002-2004). Årsrapport. Ålesund.

GRAMMELTVEDT, Thor Erik et al. (01.07.2005), ”Den økonomiske reguleringen av nettvirksomhet – høringsdokument 1. juli 2005”. *Forslag til endring av forskrift om økonomisk og teknisk rapportering*. Oslo: Norges vassdrags- og energidirektorat.

GRØNNEVET, Leiv et al. (2004), ”Økt verdiskapning i fiskeindustrien”. *Rapport og anbefalinger fra Arbeidsgruppe oppnevnt av Fiskeriminister 15. juni 2004*.

Fiskeridepartementet.

HILL Charles.W.L., JONES, Gareth R. (2004), "Strategic Management Theory: an integrated approach", Boston: Houghton Mifflin Company.

JAKOBSEN, Erik Werner, LIEN, Lasse B. (2001), "Ekspansjon – strategi for forretningsutvikling", Oslo: Gyldendal Fakta

JOHNSEN, Thore (2005), foredrag 26.10.2005. Bergen: Norges Handelshøyskole

KINSERDAL, Arne (2001), "Finansregnskap med analyse". Oslo: Cappelen Akademiske Forlag

KNIVSFLÅ, Kjell Henry (2005). *Forelesningsnotater i BUS424 Strategisk Regnskapsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole

KNIVSFLÅ, Kjell Henry (2005). *Forelesningsnotater i BUS425 Regnskapsanalyse og Verdsettelse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

LORENTZEN, Torbjørn (2005), "Omsetningsformer og kontrakter i pelagisk sektor." Bergen: SNF rapport nr. 08/05

LORENTZEN, Torbjørn (2005), "Verdiskapning i fiskeindustrien" *Kommentarer til Grønneveutvalgets innstilling*. Bergen: SNF rapport nr. 09/05

LUDVIGSEN, Svein (06.06.2002), "Lov om omsetning av råfisk (Råfiskloven) – sett fra myndighetenes side." Ålesund: Innlegg representantskapsmøte Norges Sildesalgslag.

NILSEN, Frode (03.2005), "Produkt- og markedstilpasning av pelagisk fisk i det russiske markedet." *Rapport 07/2005*. Tromsø: Fiskeriforskning.

Norges Fiskarlag og Fiskeridepartementet (2004), "Hva du bør vite om norsk fiskeriering 2004". Oslo/Trondheim.

Norsk Fiskerinæring AS (2003). "Norsk Fiskeindustri. Bedriftsoversikt 2004". Eidsvoll Verk:
Norsk Fiskerinæring AS

NOU 2000:18 (22.10.1999), "Skattlegging av petroleumsvirksomheter". Norges offentlige
utredninger

PENMAN, Stephan H. (2004). "Financial statement analysis and security valuation".
McGraw-Hill/Irwin: New York

ROOS, Göran, VAN KROGH, Georg, ROOS, Johan (2003). "Innføring i strategi". Bergen:
Fagbokforlaget AS

Stortingsmelding nr 19 (2004-2005), "Marin næringsutvikling." *Den blå åker*. Det kongelige
fiskeri- og kystdepartement.

TELLEFSEN, Jan Terje, LANGLI, John Christian (1999). "Årsregnskapet". Oslo:
Universitetsforlaget AS

WEST FISH AARSÆTHER AS (1998-2004). Årsrapport. Ålesund.

WESTCOAST AS (1998-2004). Årsrapport. Bergen.

12.1 Internettisider

www.domstein.no

1) <<http://www.domstein.no/presse/default.asp?wmitem=1324&page=4008,4118&lang=1>>

www.economist.com

www.enghav.no

www.findus.se

www.seafood.no

www.ssb.no

www.surofi.no

www2.standardandpoors.com

www.ey.com

13. Formler

Kapittel 5

$$5.1: \text{Driftsskattesats (dss)}^{113} = \frac{SK - 0,28*FR - 0,28*UFR}{DR + UDR}$$

$$5.2: \text{Normalisert driftsskattesats (ndss)} = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_T}{T}$$

$$5.3: \text{Unormal driftsskattesats} = dss - ndss$$

Kapittel 6

$$6.1: \text{Likviditetsgrad 1 (lg1)} = \frac{\text{Omløpsmidler (OM)}}{\text{Kortsiktig gjeld (KG)}}$$

$$6.2: \text{Rentedeckningsgrad (rdg)} = \frac{\text{Nettoresultat før netto finanskostnad (NRS)}}{\text{Netto finanskostnad (NFK)}}$$

$$6.3: \text{Finansiell gjeldsdekning (fgd)} = \frac{\text{Finansielle eiendeler (FE)}}{\text{Finansiell gjeld (FG)}}$$

$$6.4: \text{Egenkapitalprosent (ekp)} = \frac{\text{Egenkapital (EK)}}{\text{Totalkapital (TK)}}$$

$$6.5 \text{ Netto driftsrentabilitet (ndr)} = \frac{\text{Netto driftsresultat (NDR)}}{\text{Netto driftskapital (NDK)}}$$

$$\dots\text{på etterskuddsbasis} = \frac{NDR}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

Kapittel 7

$$7.1: \text{Kapitalverdimodellen}^{114} = r_f + [E(r_M) - r_f]*\beta + ilp$$

$$7.2: \text{Beta til finansielle eiendeler}^{115} = \frac{\beta_{KON} * KON + \beta_{FOR} * FOR + \beta_{INV} * INV}{\text{Finansielle eiendeler (FE)}}$$

¹¹³ SK=Skattekostnad, FR=Finansresultat, UFR=Unormalt finansresultat, DR=Driftsresultat, UDR=Unormalt driftsresultat

¹¹⁴ r_f =Risikofri rente, $[E(r_M)-r_f]$ =markedets risikopremie, β =beta, ilp =illikviditetspreime

¹¹⁵ KON=kontanter, FOR=fordringer, INV=investeringer

Kapittel 8

8.1: Egenkapitalrentabilitet(ekr)	=	$\frac{\text{Nettoresultat til egenkapital (NRE)}}{\text{Egenkapital (EK)}}$
....på etterskuddsbasis	=	$\frac{\text{NRE}_t}{\text{EK}_{t-1} + (\Delta\text{EK}_t - \text{NRE}_t) / 2}$
8.2: Netto driftsmargin (ndm)	=	$\frac{\text{Netto driftsresultat (NDR)}}{\text{Driftsinntekt (DI)}}$
8.3: Omløpet til netto driftseiendeler (onde)	=	$\frac{\text{Driftsinntekter (DI)}}{\text{Netto driftseiendeler (NDE)}}$
...på etterskuddsbasis	=	$\frac{\text{DI}}{\text{NDE}_{t-1} + (\Delta\text{NDE}_t - \text{NDR}_t) / 2}$
8.4: Netto finansiell gearing ¹¹⁶	=	$(\text{ndr} - \text{nfgr}) * \text{nfgg}$
8.5: Egenkapitalvekst (ekv)	=	$(1 - \text{eku}) * \text{ekr}$
8.6: Utdelingsforhold (eku _t)	=	$\frac{\text{Foreslått utbytte (FUT}_t)}{\text{Normalisert nettoresultat til EK (NRE}_t)}$
Normalisert utbytteforhold (eku)	=	$\frac{(\text{eku}_1 + \text{eku}_2 + \dots + \text{eku}_T)}{T}$
8.7: Netto driftsresultatvekst ¹¹⁷	=	$\text{div}_t + (\text{div}_t - \text{dkv}_t) * \frac{\text{DK}'_{t-1}}{\text{NDR}_{t-1}}$
der DK'	=	Driftskostnad + Driftsrelatert skattekostnad + Nettoresultat til tilknyttede selskaper

Kapittel 9

9.1: Driftseiendelskravet (dekk)	=	$\text{ekk} * \frac{\text{EK}}{\text{EK} - \text{FE}} - \text{fek} * \frac{\text{FE}}{\text{EK} - \text{FE}}$
----------------------------------	---	---

¹¹⁶ nfgr=netto finansiell gjeldsrente, nfgg=netto finansiell gjeldsgrad =andel netto finansiell gjeld av egenkapitalen

¹¹⁷ div=driftsinntektsvekst, dkv=driftskostnadsvekst

Vedlegg

Vedlegg 1: Rapportert årsregnskap Domstein ASA	I
Vedlegg 2: Omgruppert årsregnskap Domstein ASA	II
Vedlegg 3: Kontantstrømanalyse Domstein ASA.....	IV
Vedlegg 4: Fremtidsregnskap Domstein ASA	V
Vedlegg 5: Ulike metoder for verdiestimering	VI
Vedlegg 6: Rapportert og omgruppert årsregnskap Global Fish AS	VIII
Vedlegg 7: Rapportert og omgruppert årsregnskap Westcoast AS.....	X
Vedlegg 8: Rapportert og omgruppert årsregnskap West Fish Aarsæther AS.....	XII

Vedlegg 1: Rapportert årsregnskap Domstein ASA

DOMSTEIN ASA	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
RESULTATREGNSKAP (tall i hele 1000)								
Netto driftsinntekter	1 692 873	1 189 929	1 499 320	2 587 537	2 073 144	1 363 547	1 494 567	1 636 767
Endring beholdning FV og ViA	-24 028	-1 202	8 734	-33 126	23 605	31 510	-92 104	-92 104
Varekostnad	1 327 698	840 730	1 103 051	1 948 420	1 455 928	970 224	1 241 488	1 375 788
Lønnskostnader	185 249	173 109	196 791	308 618	254 359	179 527	199 161	199 161
Ordinære avskrivninger	31 284	30 982	38 359	64 492	50 767	42 468	44 593	43 093
Nedskrivninger anleggsmidler						1 593		
Andre driftskostnader (tap97/98)	121 047	102 511	104 690	207 611	160 735	118 179	131 220	125 635
Sum driftskostnader	1 641 250	1 146 130	1 451 625	2 496 015	1 945 394	1 343 501	1 524 358	1 651 573
Driftsresultat	51 623	43 799	47 695	91 522	127 750	20 046	-29 791	-14 806
Inntekt på investering i tilknytte selskaper	1 517	24 422	216 538	-118 812	-140 402	-175 758	-9 120	194 908
Finansinntekter	2 160	5 736	9 447	12 676	3 130	0	0	0
Nedskrivning av finansielle anleggsmidler	0	0	22 724	792	1 000	0	0	0
Finanskostnader	42 196	46 901	76 076	99 270	93 220	50 644	37 523	40 831
Netto finansposter	-38 519	-16 743	127 185	-206 198	-231 492	-226 402	-46 643	154 077
Ordinært resultat før skatt	13 104	27 056	174 880	-114 676	-103 742	-206 356	-76 434	139 271
Skattekostnad på ordinært resultat	2 661	4 035	43 740	-7 443	-73 580	-53 516	-3 711	-15 495
Årsresultat	10 443	23 021	131 140	-107 233	-30 162	-152 840	-72 723	154 766
BALANSE								
Forsking og utvikling		0	92	146	0	0	0	0
Konsesjoner, patenter, lisenser o.l	11 702	3 811	59 310	22 882	50 806	35 944	19 732	22 766
Utsatt skattefordel			0	0	26 573	81 499	68 231	78 723
Goodwill (og lisens 1997)	18 664	20 813	299 188	202 260	14 239	41 747	19 502	22 501
<i>Sum immaterielle eiendeler</i>	<i>30 366</i>	<i>24 624</i>	<i>358 590</i>	<i>225 288</i>	<i>91 618</i>	<i>159 190</i>	<i>107 465</i>	<i>123 990</i>
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	196 035	174 729	260 379	286 965	228 636	224 761	209 688	218 050
Maskiner og anlegg	141 925	124 389	176 039	179 519	143 182	140 262	136 171	141 601
Skip, rigger o.l	2 401	70 376	81 887	0	0	0	0	0
Driftsløsøre, inventar, kontormaskiner o.l	25 713	10 193	10 619	17 767	7 862	8 714	11 866	12 339
Forskuddsbetalte tenester							3 328	1 664
<i>Sum varige driftsmidler</i>	<i>366 074</i>	<i>379 687</i>	<i>528 924</i>	<i>484 251</i>	<i>379 680</i>	<i>373 737</i>	<i>361 053</i>	<i>373 654</i>
Investering i tilknytte selskap	12 742	155 597	364 163	476 276	452 651	301 482	270 401	36 627
Lån til tilknytte selskap	19 944	7 775	6 330	26 082	22 344	22 344	22 344	3 027
Lån til felleskontrollert virksomhet			9 972	7 971	0	0	0	0
Investering i aksjer og andeler	2 485	3 818	4 027	5 579	4 485	3 979	3 269	443
Andre langsiktige fordringer	24 307	67 920	68 247	7 842	5 363	5 327	5 124	694
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	<i>59 478</i>	<i>235 110</i>	<i>452 739</i>	<i>523 750</i>	<i>484 843</i>	<i>333 132</i>	<i>301 138</i>	<i>40 790</i>
Sum anleggsmidler	455 918	639 421	1 340 253	1 233 289	956 141	866 059	769 656	538 434
OMLØPSMIDLER								
Varer	332 837	233 522	381 050	367 982	235 999	218 368	309 785	248 295
Fordringer								
Kundefordringer	172 997	179 027	311 137	348 430	189 650	176 364	164 191	172 341
Andre kortsiktige fordringer	34 164	19 013	5 324	13 110	16 694	18 325	15 070	15 818
Andre kortsiktige fordringer	0	5 821	37 076	44 415	5 223	851	3 273	3 435
Krav på innbetaling av aksjekapital			0	0	0	18 800	0	0
<i>Sum fordringer</i>	<i>207 161</i>	<i>203 861</i>	<i>353 537</i>	<i>405 955</i>	<i>211 567</i>	<i>214 340</i>	<i>182 534</i>	<i>191 595</i>
Bankinnskudd, kontanter o.l	12 553	24 789	39 188	39 856	16 769	13 137	17 566	13 795
Sum omløpsmidler	552 551	462 172	773 775	813 793	464 335	445 845	509 885	453 685
SUM EIENDELER	1 008 469	1 101 593	2 114 028	2 047 082	1 420 476	1 311 904	1 279 541	992 119
Innskutt egenkapital								133 675
Opptjent egenkapital								302 880
Aksjekapital	20 150	20 150	20 150	26 150	26 150	28 750	30 566	
Egne aksjer		0	-213	-184	-184	-184	-184	
Fond	204 562	216 306	321 450	482 464	372 687	251 890	177 190	
Vedtatt ikke registrert kapitalforhøyelse				0	0	18 800	0	
Minoritetsinteresser	3 316	11 056	14 066	0	305	0	1 500	1 100
SUM EGENKAPITAL	228 028	247 512	355 453	508 430	398 958	299 256	209 072	437 655
Avsetning for forpliktelser	0	2 801	10 646	48 782	49 175	49 766	3 306	3 010
Pensjonsforpliktelser	4 449	4 976	4 818	5 790	6 594	7 408	8 776	7 990
Utsatt skatt	29 912	19 509	65 241	39 384	0	0	0	0
Sum avsetning for forpliktelser	34 361	27 286	80 705	93 956	55 769	57 174	12 082	11 000
Konvertible lån				0	50 000	50 000	78 800	28 800
Gjeld til kredittinstitusjoner	324 383	377 731	912 731	682 776	435 465	433 284	388 841	252 400
Øvrig langsiktig gjeld	2 715	17 684	24 141	9 311	2 847	5 853	2 875	2 500
Sum annen langsiktig gjeld	327 098	395 415	936 872	692 087	488 312	489 137	470 516	283 700
Gjeld til kredittinstitusjoner	229 431	277 438	450 716	447 360	316 617	293 478	344 475	119 100
Leverandørgjeld	121 823	79 901	176 381	175 482	96 136	98 016	159 348	92 263
Betalbar skatt	1 044	2 789	12 574	8 655	3	7 115	1 796	1 040
Skyldig offentlige avgifter	23 519	21 146	34 050	43 346	17 323	17 806	29 433	17 042
Foreslått utbytte	8 060	10 565	11 055	19 874	0	10 393	0	0
Annen kortsiktig gjeld	35 105	39 541	56 222	57 892	47 358	39 529	49 491	28 655
Sum kortsiktig gjeld	418 982	431 380	740 998	752 609	477 437	466 337	584 543	258 100
SUM GJELD	780 441	854 081	1 758 575	1 538 652	1 021 518	1 012 648	1 067 141	552 800
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 008 469	1 101 593	2 114 028	2 047 082	1 420 476	1 311 904	1 276 213	990 455

Vedlegg 2: Omgruppert årsregnskap Domstein ASA

DOMSTEIN ASA	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTAT								
Driftsinntekter	1 692 873	1 189 929	1 499 320	2 587 537	1 904 440	1 363 547	1 494 567	1 636 767
Endring beholdning FV og ViA	-24 028	-1 202	8 734	-33 126	23 605	31 510	-92 104	-92 104
Varekostnad	1 327 698	840 730	1 103 051	1 948 420	1 455 928	970 224	1 241 488	1 375 788
Lønnskostnad	185 249	173 109	196 791	308 618	254 359	179 527	199 161	199 161
Ordinære avskrivninger	31 284	30 982	38 359	64 492	50 767	42 468	44 593	43 093
Andre driftskostnader	121 140	102 511	104 690	208 777	161 054	118 662	132 335	125 635
Driftsresultat egen virksomhet	51 530	43 799	47 695	90 356	-41 273	21 156	-30 906	-14 806
Driftsrelatert skattekostnad	5 502	4 677	5 093	9 648	-4 407	2 259	-3 300	-1 581
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	46 028	39 122	42 602	80 708	-36 866	18 897	-27 606	-13 225
Nettoresultat fra driftstilknytte virksomheter	1 517	24 422	19 931	-173 796	-59 548	-162 736	-9 092	-4 192
Netto driftsresultat	47 545	63 544	62 533	-93 088	-96 414	-143 839	-36 698	-17 417
Netto finansinntekter (etter skatt)	1 555	4 130	6 802	9 127	2 254	0	0	0
Nettoresultat til sysselsatt kapital	49 100	67 674	69 335	-83 961	-94 160	-143 839	-36 698	-17 417
Netto finanskostnad (etter skatt)	30 381	33 769	54 775	71 474	67 118	36 464	27 017	29 398
Netto minoritetsresultat	950	2 589	4 102	146	-282	-293	-154	226
Nettoresultat til egenkapital	17 769	31 316	10 458	-155 582	-160 997	-180 010	-63 560	-47 041
Unormalt netto driftsresultat	-8 276	-9 796	117 088	341 083	90 400	44 464	-30 698	216 026
Unormalt netto finansresultat	0	0	0	-366	-720	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	9 493	21 520	127 546	185 135	-71 317	-135 546	-94 258	168 985
Netto betalt utbytte	0	7 271	22 125	9 273	58 334	-46 542	9 017	-58 800
Endring i egenkapital	9 493	14 249	105 421	175 862	-129 651	-89 004	-103 275	227 785
OMGRUPPERT OG JUSTERTE BALANSE								
Immaterielle eiendeler	30 366	24 624	358 590	225 288	91 618	159 190	107 465	123 990
Varige driftsmidler	366 074	379 687	528 924	484 251	379 680	373 737	361 053	373 654
Tilknytte selskaper, pensjonsmidler og lignende	12 742	155 597	364 163	476 276	452 651	301 482	270 401	36 627
Driftsrelaterte anleggsmidler	409 182	559 908	1 251 677	1 185 815	923 949	834 409	738 919	534 271
Varer	332 837	233 522	381 050	367 982	235 999	218 368	309 785	248 295
Kundefordringer og andre driftsfordringer	207 161	198 040	316 461	361 540	206 344	213 489	179 261	188 160
Driftsrelaterte omløpsmidler	539 998	431 562	697 511	729 522	442 343	431 857	489 046	436 455
DRIFTSRELATERTE EIENDELER	949 180	991 470	1 949 188	1 915 337	1 366 292	1 266 266	1 227 965	970 725
Langsiktige finansielle fordringer	44 251	75 695	84 549	41 895	27 707	27 671	27 468	3 721
Langsiktige finansielle investeringer	2 485	3 818	4 027	5 579	4 485	3 979	3 269	443
Finansielle anleggsmidler	46 736	79 513	88 576	47 474	32 192	31 650	30 737	4 163
Finansielle fordringer	0	5 821	37 076	44 415	5 223	851	3 273	3 435
Investeringer	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontanter og bank	12 553	24 789	39 188	39 856	16 769	13 137	17 566	13 795
Finansielle omløpsmidler	12 553	30 610	76 264	84 271	21 992	13 988	20 839	17 230
FINANSIELLE EIENDELER	59 289	110 123	164 840	131 745	54 184	45 638	51 576	21 394
EIENDELER	1 008 469	1 101 593	2 114 028	2 047 082	1 420 476	1 311 904	1 279 541	992 119
Rapportert egenkapital	224 712	236 456	341 387	508 430	398 653	299 256	206 374	434 159
Foreslått og avsett utbytte	8 060	10 565	11 055	19 874	0	10 393	0	0
EGENKAPITAL	232 772	247 021	352 442	528 304	398 653	309 649	206 374	434 159
MINORITETSINTERESSER	3 316	11 056	14 066	0	305	0	1 500	1 100
Utsett skatt	29 912	19 509	65 241	39 384	0	0	-466	-932
Pensjonsforpliktelse	4 449	4 976	4 818	5 790	6 594	7 408	8 776	7 990
Avsetning for forpliktelse	0	2 801	10 646	48 782	49 175	49 766	3 306	3 010
Avsetning for opsjongjeld	0	0	0	0	0	0	4 992	4 992
Avsetning for krav	34 361	27 286	80 705	93 956	55 769	57 174	16 608	15 060
Annen langsiktig rentefri gjeld	2 715	17 684	24 141	9 311	2 847	5 853	2 875	2 500
Langsiktig driftsrelatert gjeld	37 076	44 970	104 846	103 267	58 616	63 027	19 483	17 560
Leverandørgjeld	121 823	79 901	176 381	175 482	96 136	98 016	159 348	92 263
Betalbar skatt	1 044	2 789	12 574	8 655	3	7 115	1 796	1 040
Skyldig offentlige avgifter	23 519	21 146	34 050	43 346	17 323	17 806	29 433	17 042
Annen kortsiktig gjeld	35 105	39 541	56 222	57 892	47 358	39 529	49 491	28 655
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	181 491	143 377	279 227	285 375	160 820	162 466	240 068	139 000
DRIFTSRELATERT GJELD	218 567	188 347	384 073	388 642	219 436	225 493	259 551	156 560
Konvertible lån	0	0	0	0	50 000	50 000	78 800	28 800
Gjeld til kredittinstitusjoner	324 383	377 731	912 731	682 776	435 465	433 284	388 841	252 400
Langsiktig finansiell gjeld	324 383	377 731	912 731	682 776	485 465	483 284	467 641	281 200
Gjeld til kredittinstitusjoner	229 431	277 438	450 716	447 360	316 617	293 478	344 475	119 100
Kortsiktig finansiell gjeld	229 431	277 438	450 716	447 360	316 617	293 478	344 475	119 100
FINANSIELL GJELD	553 814	655 169	1 363 447	1 130 136	802 082	776 762	812 116	400 300
EGENKAPITAL OG GJELD	1 008 469	1 101 593	2 114 028	2 047 082	1 420 476	1 311 904	1 279 541	992 119

SKK-BALANSE		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	559 908	1 251 677	1 185 815	923 949	834 409	738 919	534 271
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	44 970	104 846	103 267	58 616	63 027	19 483	17 560
Netto anleggsmidler	NAM	514 938	1 146 831	1 082 548	865 333	771 382	719 436	516 710
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	431 562	697 511	729 522	442 343	431 857	489 046	436 455
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	143 377	279 227	285 375	160 820	162 466	240 068	139 000
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	288 185	418 284	444 147	281 523	269 391	248 978	297 455
NETTO DRIFTSEIENDELER	NDE	803 123	1 565 115	1 526 695	1 146 856	1 040 773	968 414	814 165
Fiansielle anleggsmidler	FAM	79 513	88 576	47 474	32 192	31 650	30 737	4 163
Fiansielle omløpsmidler	FOM	30 610	76 264	84 271	21 992	13 988	20 839	17 230
FINANSIELLE EIENDELER	FE	110 123	164 840	131 745	54 184	45 638	51 576	21 394
SYSSELSETTE EIENDELER	SSE	913 246	1 729 955	1 658 440	1 201 040	1 086 411	1 019 990	835 559
EGENKAPITAL	EK	247 021	352 442	528 304	398 653	309 649	206 374	434 159
MINORITETSINTERESSER	MI	11 056	14 066	0	305	0	1 500	1 100
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	377 731	912 731	682 776	485 465	483 284	467 641	281 200
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	277 438	450 716	447 360	316 617	293 478	344 475	119 100
FINANSIELL GJELD	FG	655 169	1 363 447	1 130 136	802 082	776 762	812 116	400 300
FINANSIELL GJELD INKL MINORITET	FG+MI	666 225	1 377 513	1 130 136	802 387	776 762	813 616	401 400
SYSSELSETT KAPITAL	SSK	913 246	1 729 955	1 658 440	1 201 040	1 086 411	1 019 990	835 559

NDK-BALANSE		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Netto anleggsmidler	NAM	514 938	1 146 831	1 082 548	865 333	771 382	719 436	516 710
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	288 185	418 284	444 147	281 523	269 391	248 978	297 455
NETTO DRIFTSEIENDELER	NDE	803 123	1 565 115	1 526 695	1 146 856	1 040 773	968 414	814 165
Egenkapital	EK	247 021	352 442	528 304	398 653	309 649	206 374	434 159
Minoritetsinteresser	MI	11 056	14 066	0	305	0	1 500	1 100
Finansiell gjeld	FG	655 169	1 363 447	1 130 136	802 082	776 762	812 116	400 300
Finansiell gjeld inkl minoritet	FG+MI	666 225	1 377 513	1 130 136	802 387	776 762	813 616	401 400
Fiansielle eiendeler	FE	110 123	164 840	131 745	54 184	45 638	51 576	21 394
Netto finansiell gjeld	NFG	545 046	1 198 607	998 391	747 898	731 124	760 540	378 906
Netto finansiell gjeld inkl minoritet	NFG+MI	556 102	1 212 673	998 391	748 203	731 124	762 040	380 006
NETTO DRIFTSKAPITAL	NDK	803 123	1 565 115	1 526 695	1 146 856	1 040 773	968 414	814 165

Vedlegg 3: Kontantstrømanalyse Domstein ASA

DOMSTEIN ASA		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
FRI KONTANTSTRØM								
Netto driftsresultat	NDR	63 544	62 533	-93 088	-96 414	-143 839	-36 698	-17 417
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-9 796	117 088	341 083	90 400	44 464	-30 698	216 026
Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	72 510	761 992	-38 420	-379 839	-106 083	-72 359	-154 249
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-18 762	-582 371	286 415	373 825	6 708	4 964	352 858
Netto finansinntekt (etter skatt)	NFI	4 130	6 802	9 127	2 254	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	0	-366	-720	0	0	0
Endring finansielle eiendeler	ΔFE	50 834	54 717	-33 095	-77 561	-8 546	5 938	-30 182
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	-65 466	-630 286	328 270	452 919	15 254	-974	383 040
Netto finanskostnad (etter skatt)	NFK	33 769	54 775	71 474	67 118	36 464	27 017	29 398
Endring finansiell gjeld inkl majoritet	ΔFG	109 095	711 288	-247 377	-327 749	-25 625	36 854	-412 216
Netto minoritetsresultat	NMR	2 589	4 102	146	-282	-293	-154	226
Endring minoritetsinteresser	ΔMI	0	0	0	0	0	0	0
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE=NBU	7 271	22 125	9 273	58 334	-46 542	9 017	-58 800
KONTANTSTRØMANALYSE								
LIKVIDITET - Endring finansielle eiendeler								
Netto driftsresultat	NDR	63 544	62 533	-93 088	-96 414	-143 839	-36 698	-17 417
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-9 796	117 088	341 083	90 400	44 464	-30 698	216 026
Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	72 510	761 992	-38 420	-379 839	-106 083	-72 359	-154 249
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-18 762	-582 371	286 415	373 825	6 708	4 964	352 858
Netto finanskostnad	NFK	33 769	54 775	71 474	67 118	36 464	27 017	29 398
Endring i finansiell gjeld inkl. minoritet	ΔFG	109 095	711 288	-247 377	-327 749	-25 625	36 854	-412 216
Netto minoritetsresultat	NMR	2 589	4 102	146	-282	-293	-154	226
Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	0	0	0	0	0	0	0
Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	FKED	53 975	70 040	-32 582	-20 761	-55 088	14 955	-88 982
Netto betalt utbytte	NBU	7 271	22 125	9 273	58 334	-46 542	9 017	-58 800
Fri kontantstrøm til finansiell investering	FKFI	46 704	47 915	-41 855	-79 095	-8 546	5 938	-30 182
Netto finansinntekt	NFI	4 130	6 802	9 127	2 254	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	0	-366	-720	0	0	0
Kontantstrøm til finansiell investering	KFI	50 834	54 717	-33 095	-77 561	-8 546	5 938	-30 182
Inngående finansielle eiendeler	IB FE	59 289	110 123	164 840	131 745	54 184	45 638	51 576
Utgående finansielle eiendeler	UB FE	110 123	164 840	131 745	54 184	45 638	51 576	21 394
LÅNEOPPTAK - Endring finansiell gjeld								
Netto driftsresultat	NDR	63 544	62 533	-93 088	-96 414	-143 839	-36 698	-17 417
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-9 796	117 088	341 083	90 400	44 464	-30 698	216 026
Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	72 510	761 992	-38 420	-379 839	-106 083	-72 359	-154 249
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-18 762	-582 371	286 415	373 825	6 708	4 964	352 858
Netto finansinntekter	NFI	4 130	6 802	9 127	2 254	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	0	-366	-720	0	0	0
Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	50 834	54 717	-33 095	-77 561	-8 546	5 938	-30 182
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	-65 466	-630 286	328 270	452 919	15 254	-974	383 040
Netto betalt utbytte=fri kontantstrøm til egenkapital	NBU=FKE	7 271	22 125	9 273	58 334	-46 542	9 017	-58 800
Netto minoritetsresultat	NMR	2 589	4 102	146	-282	-293	-154	226
Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	0	0	0	0	0	0	0
Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	FKFG	-75 326	-656 513	318 851	394 867	62 089	-9 837	441 614
Netto finanskostnader	NFK	33 769	54 775	71 474	67 118	36 464	27 017	29 398
Fri kontantstrøm til gjeldsbetaling	-ΔFG	-109 095	-711 288	247 377	327 749	25 625	-36 854	412 216
Nettoopptak av finansiell gjeld	ΔFG	109 095	711 288	-247 377	-327 749	-25 625	36 854	-412 216
Finansiell gjeld 01.01	IB FG	557 130	666 225	1 377 513	1 130 136	802 387	776 762	813 616
Finansiell gjeld 31.12	UB FG	666 225	1 377 513	1 130 136	802 387	776 762	813 616	401 400

Vedlegg 4: Fremtidsregnskap Domstein ASA

FREMTIDSRESULTAT	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	1 800 444	1 989 490	2 208 334	2 462 293	2 757 768	3 044 576	3 312 498	3 550 998	3 749 854	3 899 848	4 055 842	4 218 076
Netto driftsresultat	18 004	57 198	104 896	163 127	234 410	237 477	235 187	227 264	213 742	194 992	202 792	210 904
Netto finansinntekt	363	730	999	1 356	1 828	2 410	3 110	3 932	4 874	5 930	6 417	6 673
Nettoresultat til SSK	18 367	57 928	105 895	164 483	236 238	239 887	238 297	231 196	218 616	200 922	209 209	217 577
Netto finanskostnad	12 974	21 933	28 000	31 106	39 342	48 799	59 365	70 895	95 022	109 589	112 617	117 122
Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat til EK	5 393	35 995	77 895	133 377	196 896	191 088	178 933	160 300	123 594	91 333	96 592	100 455
Unorm.netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unorm.netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	5 393	35 995	77 895	133 377	196 896	191 088	178 933	160 300	123 594	91 333	96 592	100 455
Fri kontantstrøm til EK	215 255	-10 159	20 957	62 782	117 425	103 831	85 100	61 584	22 132	26 649	59 655	62 042
Endring i egenkapital	-209 861	46 153	56 938	70 594	79 471	87 258	93 833	98 716	101 461	64 684	36 936	38 414
FREMTIDSBALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto drifteiere	932 479	1 074 249	1 244 934	1 451 457	1 672 844	1 903 735	2 139 156	2 373 325	2 599 899	2 703 895	2 812 051	2 924 533
Finansielle eiendeler	37 802	46 158	56 516	69 416	84 067	100 294	117 892	136 562	155 913	168 717	175 466	182 484
Sysselsatte eiendeler	970 281	1 120 407	1 301 450	1 520 873	1 756 911	2 004 029	2 257 047	2 509 887	2 755 812	2 872 612	2 987 516	3 107 017
Egenkapital	224 298	270 451	327 389	397 983	477 454	564 712	658 545	757 261	858 722	923 406	960 342	998 756
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiell gjeld inkl.min.	745 983	849 957	974 061	1 122 890	1 279 456	1 439 317	1 598 503	1 752 626	1 897 090	1 949 206	2 027 174	2 108 261
Sysselsatt kapital	970 281	1 120 407	1 301 450	1 520 873	1 756 911	2 004 029	2 257 047	2 509 887	2 755 812	2 872 612	2 987 516	3 107 017

Vedlegg 5: Ulike metoder for verdiestimering**EGENKAPITALMETODEN**

UTBYTTEMODELLEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fri kontanstrøm til egenkapital		215255	-10159	20957	62782	117425	103831	85100	61584	22132	26649	59655	62042
Diskonteringsfaktor		1,062	1,162	1,272	1,391	1,523	1,667	1,825	1,999	2,192	2,404	2,634	
Nåverdi over budsjettperioden + 1	516324	202780	-8743	16481	45123	77121	62300	46631	30802	10098	11084	22647	
		0											
Horisontverdien	423360												
		0											
Verdien av egenkapitalen	939684												

SUPERPROFIT MODELLEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Balanseført egenkapital	434159												
Superprofitt til egenkapitalen		-21316	14773	52388	102528	159355	145924	125281	97375	50736	8055	8284	8616
Diskonteringsfaktor		1,062	1,162	1,272	1,391	1,523	1,667	1,825	1,999	2,192	2,404	2,634	
Nåverdi over budsjettperioden + 1	446734	-20081	12714	41200	73689	104660	87556	68648	48703	23149	3350	3145	
Horisontverdien	58791												
Verdien av egenkapitalen	939684												
Antall aksjer per 2. kvartal 2005	69584,8	(i hele tusen)											

NETTO DRIFTSKAPITALMETODEN

FKD-MODELLEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fri kontanstrøm fra drift		-100310	-84572	-65789	-43396	13023	6586	-233	-6906	-12832	90996	94636	98422
Diskonteringsfaktor		1,048	1,096	1,150	1,206	1,268	1,337	1,414	1,500	1,603	1,719	1,842	
Nåverdi over budsjettperioden	-159340	-95688	-77165	-57229	-35998	10272	4925	-165	-4603	-8003	52946	51369	
Horisontverdien	1672819												
Verdien av netto driftskapital	1513478												
Netto finansiell gjeld	380006												
Minoritetsinteresser	0												
Verdien av egenkapital	1133472												

SPD-MODELLEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Balanseført netto driftskapital	814165												
Superprofitt fra netto driftskapital		-21316	14773	52388	102528	159355	145924	125281	97375	50736	8055	8284	8616
Diskonteringsfaktor		1,048	1,096	1,150	1,206	1,268	1,337	1,414	1,500	1,603	1,719	1,842	
Nåverdi over budsjettperioden	552879	-20334	13479	45572	85049	125688	109123	88572	64903	31643	4687	4497	
Horisontverdien	146435												
		0											
Verdien av netto driftskapital	1513478												
Netto finansiell gjeld	380006												
Minoritetsinteresser	0												
Verdien av egenkapital	1133472												

SYSSELSATT KAPITALMETODEN

FKS-MODELLEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fri kontantstrøm til sysselsett kapital		-116355	-92199	-75147	-54941	200	-7231	-14721	-21644	-27309	84122	94304	98076
Diskonteringsfaktor		1,047	1,094	1,146	1,201	1,262	1,329	1,404	1,487	1,587	1,698	1,817	
Nåverdi over budsjettperioden	-252723	-111079	-84271	-65554	-45749	159	-5440	-10485	-14553	-17211	49547	51913	
Horisontverdien	1802978												
Verdien av sysselsett kapital	1550255												
Finansiell gjeld	401400												
Minoritetsinteresser	0												
Verdien av egenkapital	1148855												
SPS-MODELLEN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Balanseført sysselsett kapital	835559												
Superprofitt til sysselsett kapital		-21316	14773	52388	102528	159355	145924	125281	97375	50736	8055	8284	8616
Diskonteringsfaktor		1,047	1,094	1,146	1,201	1,262	1,329	1,404	1,487	1,587	1,698	1,817	
Nåverdi over budsjettperioden	556312	-20350	13502	45700	85376	126310	109793	89229	65472	31974	4745	4560	
Horisontverdien	158385												
Verdien av sysselsett kapital	1550255												
Finansiell gjeld	401400												
Minoritetsinteresser	0												
Verdien av egenkapital	1148855												

FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITAL FRA DRIFT-METODEN

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift		231300	-2532	30315	74327	130248	117647	99588	76322	36610	33523	59988	62387
Diskonteringsfaktor		1,064	1,181	1,310	1,452	1,610	1,785	1,979	2,195	2,436	2,704	2,997	
Nåverdien over budsjettperioden	568904	217422	-2145	23146	51177	80889	65901	50310	34763	15029	12397	20013	
Horisontverdien	303804												
Verdien av driftsegenkapital	872707												
Finansielle eiendeler	21394												
Verdien av egenkapital	894101												

Vedlegg 6: Rapportert og omgruppert årsregnskap Global Fish AS

GLOBAL FISH AS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
RESULTATREGNSKAP							
Salgsinntekter	1 096 645 599	1 102 246 118		1 542 598 813	1 149 933 117	847 413 782	776 256 382
Andre driftsinntekter	1 888 667	989 817		27 307 326	77 236 925	22 865 236	7 224 408
Netto driftsinntekter	1 098 534 266	1 103 235 935		1 569 906 139	1 227 170 042	870 279 018	783 480 790
Varekostnad	835 862 333	725 525 747		1 232 177 779	1 027 180 572	552 406 062	614 754 955
Beholdningsendring tilvirkede varer	-24 557 312	26 731 527		-61 840 176	-17 948 702	116 712 601	-4 164 754
Lønnskostnader	102 387 379	107 061 679		115 170 630	87 916 574	61 919 189	56 586 225
Avskrivning varige driftsmidler	26 013 247	27 945 901		31 498 567	30 324 010	23 682 708	21 688 976
Nedskrivning av varige driftsmidler	0	2 868 012		97 920	-97 920	4 104 805	0
Annen driftskostnad	190 000 679	210 494 276		183 213 010	148 334 452	128 672 166	103 328 435
<i>Sum driftskostnader</i>	<i>1 129 706 326</i>	<i>1 100 627 142</i>		<i>1 500 317 730</i>	<i>1 275 708 986</i>	<i>887 497 531</i>	<i>792 193 837</i>
Driftsresultat	-31 172 060	2 608 793		69 588 409	-48 538 944	-17 218 513	-8 713 047
Inntekt på investering i tilknyttet selskap	0	1 006 434		1 592 511	71 668	-5 520 213	0
Renteinntekt fra foreak i samme konsern	0	0		0	3 260 936	0	0
Annen renteinntekt	638 037	20 633		1 635 449	11 097	463 856	262 110
Annen finansinntekt	19 828 212	17 016 156		22 570 926	12 118 714	3 691 028	3 412 158
Verdiendr.markedsbaserte fin.OM	-7 820 000	1 495 000					
Annen rentekostnad	-33 425 978	-39 356 356		-33 210 562	-46 290 436	-27 512 900	-15 049 981
Annen finanskostnad	-5 610 708	-15 820 612		155 953	-2 785 129	-9 651 335	-2 345 503
Nedskrivning av finansielle anleggsmidler				0	0	0	-850 000
<i>Netto finansposter</i>	<i>-26 390 437</i>	<i>-35 638 745</i>		<i>-7 255 723</i>	<i>-33 613 150</i>	<i>-38 529 564</i>	<i>-14 571 216</i>
Ordinært resultat før skatt	-57 562 497	-33 029 952		62 332 686	-82 152 094	-55 748 077	-23 284 263
Skattekostnad på ordinært resultat	-420 201	-9 058 192		17 699 770	-22 501 245	-16 456 044	-7 722 805
Årsresultat	-57 142 296	-23 971 760		44 632 916	-59 650 849	-39 292 033	-15 561 458
BALANSE							
Utsatt skattefordel	16 657 077	26 093 102		0	16 745 463	33 201 507	40 924 312
Goodwill	0	0		2 148 688	0	0	0
<i>Sum immaterielle eiendeler</i>	<i>16 657 077</i>	<i>26 093 102</i>		<i>2 148 688</i>	<i>16 745 463</i>	<i>33 201 507</i>	<i>40 924 312</i>
Tomter, bygninger etc.	189 830 139	181 278 166		198 081 753	165 717 712	160 356 482	153 959 352
Maskiner, driftsløsøre etc.	112 661 628	100 208 173		130 630 751	95 911 904	79 299 867	70 992 696
<i>Sum varige driftsmidler</i>	<i>302 491 767</i>	<i>281 486 339</i>		<i>328 712 504</i>	<i>261 629 616</i>	<i>239 656 349</i>	<i>224 952 048</i>
Investering i tilknyttet selskap	957 004	3 318 438		5 066 388	6 270 213	750 000	0
Investeringer i aksjer og andeler	435 150	400 150		4 735 160	20 126 399	19 324 439	16 970 540
Andre langsiktige fordringer	2 505 468	2 454 901		116 049 141	52 821 163	42 962 436	20 739 875
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	<i>3 897 622</i>	<i>6 173 489</i>		<i>125 850 689</i>	<i>79 217 775</i>	<i>63 036 875</i>	<i>37 710 415</i>
Sum anleggsmidler	323 046 466	313 752 930		456 711 881	357 592 854	335 894 731	303 586 775
Varebeholdning	119 584 072	92 558 245		171 127 212	187 161 436	68 517 148	74 414 576
Kundefordringer	232 235 278	164 173 648		148 565 939	127 879 711	76 118 170	94 907 473
Andre fordringer	18 723 558	26 163 997		30 601 045	43 946 097	7 980 500	14 772 344
<i>Sum fordringer</i>	<i>250 958 836</i>	<i>190 337 645</i>		<i>179 166 984</i>	<i>171 825 808</i>	<i>84 098 670</i>	<i>109 679 817</i>
Aksjer	3 879 870	5 374 870					
Bankinnskudd, kontanter o.l	9 357 236	11 931 822		4 523 049	3 726 550	2 537 500	3 035 156
Sum omløpsmidler	383 780 014	300 202 582		354 817 245	362 713 794	155 153 318	187 129 549
SUM EIENDELER	706 826 480	613 955 512		811 529 126	720 306 648	491 048 049	490 716 324
Selskapskapital	593 900	593 900		120 593 900	120 593 900	120 593 900	140 593 900
Overkursfond	33 502 100	33 502 100		21 229 799	7 449 801	0	0
Sum innskutt egenkapital	34 096 000	34 096 000		141 823 699	128 043 701	120 593 900	140 593 900
Annen egenkapital	0	0		45 870 849	0	0	0
Fond for vurderingsforskjeller	186 891	1 193 325					
Udekket tap	79 656 354	53 928 466		0	0	-31 842 232	-47 403 690
Sum opptjent egenkapital	79 843 245	55 121 791		45 870 849	0	-31 842 232	-47 403 690
Sum egenkapital	113 939 245	89 217 791		187 694 548	128 043 701	88 751 668	93 190 210
Minoritetsinteresser	2 633 465	3 383 160					
Pensjonsforpliktelse	2 339 626	2 416 278		2 386 838	397 148	0	0
Utsatt skatt	0			6 597 022	0	0	0
<i>Sum avsetning for forpliktelser</i>	<i>2 339 626</i>	<i>2 416 278</i>		<i>8 983 860</i>	<i>397 148</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Gjeld til kredittinstitusjoner	184 038 918	209 410 094		260 153 249	206 014 147	202 720 286	201 166 182
Øvrig langsiktig gjeld	18 361 016	31 271 720		1 579 200	0	0	0
<i>Sum annen langsiktig gjeld</i>	<i>202 399 934</i>	<i>240 681 814</i>		<i>261 732 449</i>	<i>206 014 147</i>	<i>202 720 286</i>	<i>201 166 182</i>
Gjeld til kredittinstitusjoner	248 007 545	194 845 922		280 218 142	317 408 308	141 051 315	147 230 126
Leverandørgjeld	118 372 370	59 093 237		41 085 422	40 363 762	33 313 666	30 203 871
Betalbar skatt	390 658	403 763					
Skyldig lønn og offentlige avgifter	7 821 694	8 382 485		6 703 610	6 413 071	4 461 866	4 261 555
Annen kortsiktig gjeld	10 921 940	15 531 062		25 111 094	21 666 511	20 749 250	14 664 379
<i>Sum kortsiktig gjeld</i>	<i>385 514 207</i>	<i>278 256 469</i>		<i>353 118 268</i>	<i>385 851 652</i>	<i>199 576 097</i>	<i>196 359 931</i>
SUM GJELD	590 253 767	521 354 561		623 834 577	592 262 947	402 296 383	397 526 113
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	706 826 477	613 955 512		811 529 125	720 306 648	491 048 051	490 716 323

GLOBAL FISH AS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
OMGRUPPERT RESULTAT							
Salgsinntekter	1 096 645 599	1 102 246 118		1 542 598 813	1 149 933 117	847 413 782	776 256 382
Andre driftsinntekter	1 888 667	989 817		27 307 326	77 236 925	22 865 236	7 224 408
Driftsinntekter	1 098 534 266	1 103 235 935		1 569 906 139	1 227 170 042	870 279 018	783 480 790
Endring beholdning FV og ViA	-24 557 312	26 731 527		-61 840 176	-17 948 702	116 712 601	-4 164 754
Varekostnad	835 862 333	725 525 747		1 232 177 779	1 027 180 572	552 406 062	614 754 955
Lønnskostnad	102 387 379	107 061 679		115 170 630	87 916 574	61 919 189	56 586 225
Ordinære avskrivninger	26 013 247	27 945 901		31 498 567	30 324 010	23 682 708	21 688 976
Andre driftskostnader	190 000 679	210 539 127		193 998 141	148 293 212	120 448 914	106 232 350
Driftsresultat egen virksomhet	-31 172 060	5 431 954		58 901 198	-48 595 624	-4 890 456	-11 616 962
Driftsrelatert skattekostnad	-8 728 177	1 520 947		16 492 335	-13 606 775	-1 369 328	-3 252 749
Netto driftsres. fra egen virksomhet	-22 443 883	3 911 007		42 408 863	-34 988 849	-3 521 128	-8 364 213
Nettoresultat fra driftstilknytte virksomheter	0	1 006 434		1 592 511	71 668	-5 520 213	0
Netto driftsresultat	-22 443 883	4 917 441		44 001 374	-34 917 181	-9 041 341	-8 364 213
Netto finansinntekter (etter skatt)	14 735 699	12 266 488		17 428 590	11 081 338	2 991 516	2 645 473
Nettoresultat til sysselsatt kapital	-7 708 184	17 183 929		61 429 964	-23 835 843	-6 049 825	-5 718 740
Netto finanskostnad (etter skatt)	28 106 414	39 727 417		23 799 318	35 334 407	26 758 249	12 524 748
Netto minoritetsresultat	87 226	749 695		0	0	0	0
Nettoresultat til egenkapital	-35 901 824	-23 293 183		37 630 645	-59 170 250	-32 808 074	-18 243 488
Unormalt netto driftsresultat		-2 504 672		7 002 271	-480 599	-6 483 959	3 294 030
Unormalt netto finansresultat		1 076 400		0	0	0	-612 000
Fullstendig nettoresultat til EK		-24 721 455		44 632 916	-59 650 849	-39 292 033	-15 561 458
Netto betalt utbytte		0		11 500 000	0	0	-20 000 000
Endring i egenkapital		-24 721 455		33 132 916	-59 650 849	-39 292 033	4 438 542
OMGRUPPERT BALANSE							
Immaterielle eiendeler	16 657 077	26 093 102		2 148 688	16 745 463	33 201 507	40 924 312
Varige driftsmidler	302 491 767	281 486 339		328 712 504	261 629 616	239 656 349	224 952 048
Tilknytte selskaper, pensjonsmidler o.l	957 004	3 318 438		5 066 388	6 270 213	1 734 852	685 202
Driftsrelaterte anleggsmidler	320 105 848	310 897 879		335 927 580	284 645 292	274 592 708	266 561 562
Varer	119 584 072	92 558 245		171 127 212	187 161 436	68 517 148	74 414 576
Kundefordringer og andre driftsfordringer	250 958 836	190 337 645		179 166 984	171 825 808	84 098 670	109 679 817
Driftsrelaterte omløpsmidler	370 542 908	282 895 890		350 294 196	358 987 244	152 615 818	184 094 393
DRIFTSRELATERTE EIENDELER	690 648 756	593 793 769		686 221 776	643 632 536	427 208 526	450 655 955
Langsiktige finansielle fordringer	2 505 468	2 454 901		116 049 141	52 821 163	41 977 584	20 054 673
Langsiktige finansielle investeringer	435 150	400 150		4 735 160	20 126 399	19 324 439	16 970 540
Finansielle anleggsmidler	2 940 618	2 855 051		120 784 301	72 947 562	61 302 023	37 025 213
Finansielle fordringer							
Investeringer	3 879 870	5 374 870					
Kontanter og bank	9 357 236	11 931 822		4 523 049	3 726 550	2 537 500	3 035 156
Finansielle omløpsmidler	13 237 106	17 306 692		4 523 049	3 726 550	2 537 500	3 035 156
FINANSIELLE EIENDELER	16 177 724	20 161 743		125 307 350	76 674 112	63 839 523	40 060 369
EIENDELER	706 826 480	613 955 512		811 529 126	720 306 648	491 048 049	490 716 324
Rapportert egenkapital	113 939 245	89 217 791		187 694 548	128 043 701	88 751 668	93 190 210
Foreslått og avsett utbytte							
EGENKAPITAL	113 939 245	89 217 791		187 694 548	128 043 701	88 751 668	93 190 210
MINORITETSINTERESSER	2 633 465	3 383 160		0	0	0	0
Utsett skatt	0	0		6 597 022	0	0	0
Pensjonsforpliktelser	2 339 626	2 416 278		2 386 838	397 148	0	0
Avsetting for krav	2 339 626	2 416 278		8 983 860	397 148	0	0
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 339 626	2 416 278		8 983 860	397 148	0	0
Leverandørgjeld	118 372 370	59 093 237		41 085 422	40 363 762	33 313 666	30 203 871
Betalbar skatt	390 658	403 763					
Skyldig lønn og offentlige avgifter	7 821 694	8 382 485		6 703 610	6 413 071	4 461 866	4 261 555
Annen kortsiktig gjeld	10 921 940	15 531 062		25 111 094	21 666 511	20 749 250	14 664 379
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	137 506 662	83 410 547		72 900 126	68 443 344	58 524 782	49 129 805
DRIFTSRELATERT GJELD	139 846 288	85 826 825		81 883 986	68 840 492	58 524 782	49 129 805
Gjeld til kredittinstitusjoner	184 038 918	209 410 094		260 153 249	206 014 147	202 720 286	201 166 182
Øvrig langsiktig gjeld	18 361 016	31 271 720		1 579 200	0	0	0
Langsiktig finansiell gjeld	202 399 934	240 681 814		261 732 449	206 014 147	202 720 286	201 166 182
Gjeld til kredittinstitusjoner	248 007 545	194 845 922		280 218 142	317 408 308	141 051 315	147 230 126
Annen kortsiktig gjeld				0	0	0	0
Kortsiktig finansiell gjeld	248 007 545	194 845 922		280 218 142	317 408 308	141 051 315	147 230 126
FINANSIELL GJELD	450 407 479	435 527 736		541 950 591	523 422 455	343 771 601	348 396 308
EGENKAPITAL OG GJELD	706 826 477	613 955 512		811 529 125	720 306 648	491 048 051	490 716 323

Vedlegg 7: Rapportert og omgruppert årsregnskap Westcoast AS

WESTCOAST AS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
RESULTATREGNSKAP							
Salgsinntekter	327 673 884	356 515 117	508 260 443	901 102 177	897 560 157	771 082 085	939 806 980
Andre driftsinntekter	35 659	0	0	10 000	0	0	0
Netto driftsinntekter	327 709 543	356 515 117	508 260 443	901 112 177	897 560 157	771 082 085	939 806 980
Varekostnad	313 216 653	338 771 097	489 092 430	866 044 724	879 836 051	738 123 974	906 228 811
Lønnskostnader	2 372 703	2 550 450	3 788 683	4 328 113	4 710 765	4 097 281	4 189 931
Avskrivning	39 060	47 967	32 742	96 325	79 000	143 879	116 052
Annen driftskostnad	16 304 669	7 554 459	3 799 342	10 137 046	11 965 157	945 271	818 734
<i>Sum driftskostnader</i>	<i>331 933 085</i>	<i>348 923 973</i>	<i>496 713 197</i>	<i>880 606 208</i>	<i>896 590 973</i>	<i>743 310 405</i>	<i>911 353 528</i>
Driftsresultat	-4 223 542	7 591 144	11 547 246	20 505 969	969 184	27 771 680	28 453 452
Annen renteinntekt	84 529	313 602	441 406	427 010	347 418	111 920	369 418
Annen finansinntekt	1 833 026	1 088 115	1 652 863	3 558 942	1 853 370	139 248	0
Annen rentekostnad	-1 982	180 590	52 555	71 842	72 237	60 855	86 976
Annen finanskostnad	1 483 388	735 611	3 176 154	0	43 816	906 962	748 987
<i>Netto finansinntekt</i>	<i>436 149</i>	<i>485 516</i>	<i>-1 134 440</i>	<i>3 914 110</i>	<i>2 084 735</i>	<i>-716 649</i>	<i>-466 545</i>
Ordinært resultat før skatt	-3 787 393	8 076 660	10 412 806	24 420 079	3 053 919	27 055 031	27 986 907
Skattekostnad på ordinært resultat	-477	2 286 224	2 936 372	6 862 831	863 846	7 608 412	7 862 285
Årsresultat	-3 786 916	5 790 436	7 476 434	17 557 248	2 190 073	19 446 619	20 124 622
BALANSE							
Utsatt skattefordel	1 037 450	0	0	0	123 417	774 949	583 964
<i>Sum immaterielle eiendeler</i>	<i>1 037 450</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>123 417</i>	<i>774 949</i>	<i>583 964</i>
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormask. o.l.	71 138	111 924	98 228	371 000	292 000	385 000	350 800
<i>Sum varige driftsmidler</i>	<i>71 138</i>	<i>111 924</i>	<i>98 228</i>	<i>371 000</i>	<i>292 000</i>	<i>385 000</i>	<i>350 800</i>
Sum anleggsmidler	1 108 588	111 924	98 228	371 000	415 417	1 159 949	934 764
Varer	0	0	0	489 428	47 190	1 433 180	0
Kundefordringer	48 587 692	75 277 866	136 465 259	185 505 585	165 283 286	143 677 077	206 939 096
Andre fordringer	73 726	32 624	897 120	197 160	358 999	461 417	919 188
<i>Sum fordringer</i>	<i>48 661 418</i>	<i>75 310 490</i>	<i>137 362 379</i>	<i>185 702 745</i>	<i>165 642 285</i>	<i>144 138 494</i>	<i>207 858 284</i>
Bankinnskudd, kontanter o.l.	8 069 422	12 194 850	11 792 087	4 573 219	10 825 362	8 168 196	16 062 188
Sum omløpsmidler	56 730 840	87 505 340	149 154 466	190 765 392	176 514 837	153 739 870	223 920 472
SUM EIENDELER	57 839 428	87 617 264	149 252 694	191 136 392	176 930 254	154 899 819	224 855 236
Selskapskapital	2 115 000	2 115 000	2 115 000	2 620 000	2 620 000	2 620 000	47 160 000
Egne aksjer	0	0	0	0	0	0	-3 689 000
Overkursfond				2 989 006	2 989 006	2 989 006	8 506 726
Ikke reg. kapitalforh./nedsett./fondsemisjon						20 960 000	
<i>Sum innskutt egenkapital</i>	<i>2 115 000</i>	<i>2 115 000</i>	<i>2 115 000</i>	<i>5 609 006</i>	<i>5 609 006</i>	<i>26 569 006</i>	<i>51 977 726</i>
Annen egenkapital	5 331 407	9 747 094	17 223 529	32 280 776	34 470 850	794 350	19 437 013
Sum egenkapital	7 446 407	11 862 094	19 338 529	37 889 782	40 079 856	27 363 356	71 414 739
Utsatt skatt	0	1 248 774	1 090 894	167 289	0	0	0
Øvrig langsiktig gjeld	5 000 000	0	0	0	0	0	0
Leverandørgjeld	45 075 095	72 779 692	124 657 922	141 458 127	133 970 839	85 864 720	140 519 826
Skyldig offentlige avgifter	180 688	183 636	751 394	842 232	799 756	469 144	571 515
Betalbar skatt	0	0	3 094 252	7 786 436	1 154 552	8 259 944	7 671 300
Utbytte	0	1 374 750	0	2 500 000	0	32 163 120	0
Annen kortsiktig gjeld	137 237	168 318	319 704	492 524	925 251	779 535	4 677 856
<i>Sum kortsiktig gjeld</i>	<i>45 393 020</i>	<i>74 506 396</i>	<i>128 823 272</i>	<i>153 079 319</i>	<i>136 850 398</i>	<i>127 536 463</i>	<i>153 440 497</i>
Sum gjeld	50 393 020	75 755 170	129 914 166	153 246 608	136 850 398	127 536 463	153 440 497
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	57 839 427	87 617 264	149 252 695	191 136 390	176 930 254	154 899 819	224 855 236

WESTCOAST AS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
OMGRUPPERT RESULTAT							
Salgsinntekter	327 673 884	356 515 117	508 260 443	901 102 177	897 560 157	771 082 085	939 806 980
Andre driftsinntekter	35 659	0	0	10 000	0	0	0
Driftsinntekter	327 709 543	356 515 117	508 260 443	901 112 177	897 560 157	771 082 085	939 806 980
Varekostnad	313 216 653	338 771 097	489 092 430	866 044 724	879 836 051	738 123 974	906 228 811
Lønnskostnad	2 372 703	2 550 450	3 788 683	4 328 113	4 710 765	4 097 281	4 189 931
Ordinære avskrivninger	39 060	47 967	32 742	96 325	79 000	143 879	116 052
Andre driftskostnader	16 304 669	7 554 459	3 799 342	10 137 046	11 965 157	945 271	818 734
Driftsresultat egen virksomhet	-4 223 542	7 591 144	11 547 246	20 505 969	969 184	27 771 680	28 453 452
Driftsrelatert skattekostnad	-1 194 853	2 147 558	3 266 751	5 801 201	274 185	7 856 693	8 049 568
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	-3 028 689	5 443 586	8 280 495	14 704 768	694 999	19 914 987	20 403 884
Nettoresultat fra driftstilnytte virksomheter							
Netto driftsresultat	-3 028 689	5 443 586	8 280 495	14 704 768	694 999	19 914 987	20 403 884
Netto finansinntekter (etter skatt)	1 380 640	1 009 236	1 507 874	2 869 885	1 584 567	180 841	265 981
Nettoresultat til sysselsatt kapital	-1 648 049	6 452 822	9 788 369	17 574 653	2 279 566	20 095 828	20 669 864
Netto finanskostnad (etter skatt)	1 066 612	659 665	2 324 670	51 726	83 558	696 828	601 893
Netto minoritetsresultat							
Nettoresultat til egenkapital	-2 714 662	5 793 158	7 463 698	17 522 927	2 196 008	19 399 000	20 067 971
Unormalt netto driftsresultat		-2 722	12 736	34 321	-5 935	47 619	56 651
Unormalt netto finansresultat		0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	5 790 436	7 476 434	7 476 434	17 557 248	2 190 073	19 446 619	20 124 622
Netto betalt utbytte	0	1 374 750	-3 494 006	2 500 000	0	0	8 236 359
Endring i egenkapital	5 790 436	6 101 684	21 051 254	-309 927	19 446 619	11 888 263	
OMGRUPPERT BALANSE							
Immaterielle eiendeler	1 037 450	0	0	0	123 417	774 949	583 964
Varige driftsmidler	71 138	111 924	98 228	371 000	292 000	385 000	350 800
Tilknytte selskaper, pensjonsmidler o.l							
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 108 588	111 924	98 228	371 000	415 417	1 159 949	934 764
Varer	0	0	0	489 428	47 190	1 433 180	0
Kundefordringer og andre driftsfordringer	48 661 418	75 310 490	137 362 379	185 702 745	165 642 285	144 138 494	207 858 284
Driftsrelaterte omløpsmidler	48 661 418	75 310 490	137 362 379	186 192 173	165 689 475	145 571 674	207 858 284
DRIFTSRELATERTE EIENDELER	49 770 006	75 422 414	137 460 607	186 563 173	166 104 892	146 731 623	208 793 048
Langsiktige finansielle fordringer							
Langsiktige finansielle investeringer							
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle fordringer							
Investeringer							
Kontanter og bank	8 069 422	12 194 850	11 792 087	4 573 219	10 825 362	8 168 196	16 062 188
Finansielle omløpsmidler	8 069 422	12 194 850	11 792 087	4 573 219	10 825 362	8 168 196	16 062 188
FINANSIELLE EIENDELER	8 069 422	12 194 850	11 792 087	4 573 219	10 825 362	8 168 196	16 062 188
EIENDELER	57 839 428	87 617 264	149 252 694	191 136 392	176 930 254	154 899 819	224 855 236
Rapportert egenkapital	7 446 407	11 862 094	19 338 529	37 889 782	40 079 856	27 363 356	71 414 739
Foreslått og avsett utbytte	0	1 374 750	0	2 500 000	0	32 163 120	0
EGENKAPITAL	7 446 407	13 236 844	19 338 529	40 389 782	40 079 856	59 526 476	71 414 739
MINORITETSINTERESSER	0	0	0	0	0	0	0
Utsett skatt	0	1 248 774	1 090 894	167 289	0	0	0
Pensjonsforpliktelse							
Avsetning for forpliktelse							
Avsetning for opsjongjeld							
<i>Avsetning for krav</i>	<i>0</i>	<i>1 248 774</i>	<i>1 090 894</i>	<i>167 289</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Annen langsiktig rentefri gjeld							
Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	1 248 774	1 090 894	167 289	0	0	0
Leverandørgjeld	45 075 095	72 779 692	124 657 922	141 458 127	133 970 839	85 864 720	140 519 826
Betalbar skatt	0	0	3 094 252	7 786 436	1 154 552	8 259 944	7 671 300
Skyldig offentlige avgifter	180 688	183 636	751 394	842 232	799 756	469 144	571 515
Annen kortsiktig gjeld	137 237	168 318	319 704	492 524	925 251	779 535	4 677 856
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	45 393 020	73 131 646	128 823 272	150 579 319	136 850 398	95 373 343	153 440 497
DRIFTSRELATERT GJELD	45 393 020	74 380 420	129 914 166	150 746 608	136 850 398	95 373 343	153 440 497
Øvrig langsiktig gjeld	5 000 000	0	0	0	0	0	0
Langsiktig finansiell gjeld	5 000 000	0	0	0	0	0	0
Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0	0	0
FINANSIELL GJELD	5 000 000	0	0	0	0	0	0
EGENKAPITAL OG GJELD	57 839 427	87 617 264	149 252 695	191 136 390	176 930 254	154 899 819	224 855 236

Vedlegg 8: Rapportert og omgruppert årsregnskap West Fish Aarsæther AS

WEST FISH AARSÆTHER AS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
RESULTATREGNSKAP							
Netto driftsinntekter	1 893 107 610	1 670 538 039	1 538 265 178	1 238 071 701	965 932 097	573 345 093	488 286 981
Endring beholdning FV og VIA	-10 542 114	7 651 465	19 807 742	3 131 772	1 939 811	0	0
Varekostnad	1 421 605 992	1 267 122 043	1 175 832 969	895 020 681	713 772 968	372 991 950	282 484 463
Lønnskostnader	187 862 724	187 944 731	183 450 746	170 376 161	136 149 697	110 708 016	113 992 095
Avskrivning varige driftsmidler	30 698 258	32 265 586	27 033 435	29 362 948	24 151 490	21 618 327	17 979 884
Tap/gevinst ved avgang datterselsk.	0	0	0	67 671 000	-11 683 000	2 847 464	0
Annen driftskostnad	215 222 889	186 025 837	167 885 794	162 292 348	94 437 166	68 061 324	65 866 637
<i>Sum driftskostnader</i>	<i>1 844 847 749</i>	<i>1 681 009 662</i>	<i>1 574 010 686</i>	<i>1 327 854 910</i>	<i>958 768 132</i>	<i>576 227 081</i>	<i>480 323 079</i>
Driftsresultat	48 259 861	-10 471 623	-35 745 508	-89 783 209	7 163 965	-2 881 988	7 963 902
Andel av resultat i tilknyttet selsk.	0	0	0	0	0	0	3 435 811
Annen renteinntekt	3 340 336	3 853 476	8 568 868	13 592 730	15 786 347	8 919 456	4 936 317
Annen finansinntekt	1 363 074	6 083 576	6 686 310	4 209 961	6 994 150	1 317 162	75 490
Annen rentekostnad	28 095 842	46 576 645	56 235 067	50 216 658	51 001 572	34 974 881	22 960 809
Annen finanskostnad	6 803 331	5 961 605	2 671 249	5 347 906	9 204 249	1 744 232	1 323 826
<i>Netto finansposter</i>	<i>-30 195 763</i>	<i>-42 601 198</i>	<i>-43 651 138</i>	<i>-37 761 873</i>	<i>-37 425 324</i>	<i>-26 482 495</i>	<i>-15 837 017</i>
Ordinært resultat før skatt	18 064 098	-53 072 821	-79 396 646	-127 545 082	-30 261 359	-29 364 483	-7 873 115
Skattekostnad på ordinært resultat	-29 048 807	-15 008 185	-22 072 267	-16 159 493	275 833	47 759	184 700
Ordinært resultat	47 112 905	-38 064 636	-57 324 379	-111 385 589	-30 537 192	-29 412 242	-8 057 815
Ekstraordinær inntekt	3 050 000	54 500 389	0	0	0	0	0
Ekstraordinær kostnad	3 050 000	2 900 000	0	0	0	0	0
Skattekostnad på ekstraord. resultat	0	14 825 986	0	0	0	0	0
Årsresultat	47 112 905	-1 290 233	-57 324 379	-111 385 589	-30 537 192	-29 412 242	-8 057 815
BALANSE							
Konsesjoner, patenter, lisenser o.l	0	0	0	0	0	109 003 252	107 376 687
Utsatt skattefordel	29 253 535	0	16 551 046	46 472 967	46 472 967	45 811 870	45 811 870
Goodwill	6 240 946	4 930 710	3 620 474	310 238	0	0	0
<i>Sum immaterielle eiendeler</i>	<i>35 494 481</i>	<i>4 930 710</i>	<i>20 171 520</i>	<i>46 783 205</i>	<i>46 472 967</i>	<i>154 815 122</i>	<i>153 188 557</i>
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	75 022 336	72 718 743	106 417 035	78 151 271	61 943 979	52 545 324	48 658 169
Maskiner og anlegg	37 873 852	32 887 113	23 989 302	32 342 828	17 992 169	13 701 027	12 310 546
Skip, inkl. konsesjoner	216 362 053	211 122 688	211 513 325	201 339 006	205 348 508	85 266 600	76 907 067
Driftsløstøre, inventar, verktøy o.l	5 982 706	5 441 044	5 484 011	15 454 245	2 678 913	1 430 747	1 362 249
<i>Sum varige driftsmidler</i>	<i>335 240 947</i>	<i>322 169 588</i>	<i>347 403 673</i>	<i>327 287 350</i>	<i>287 963 569</i>	<i>152 943 698</i>	<i>139 238 031</i>
Andre aksjer og andeler	2 957 086	2 953 086	2 858 586	2 479 586	3 641 786	2 835 406	1 439 598
Investering i tilknyttet selskap	1 739 000	1 938 000	2 489 000	4 770 168	2 866 832	445 004	10 831 539
Lån til tilknyttet selskap	6 300 000	9 890 000	17 435 000	15 048 451	19 931 000	23 528 920	18 572 722
Obligasjoner og andre fordringer	7 009 461	6 430 347	7 452 147	8 910 611	11 752 575	4 988 707	4 268 209
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	<i>18 005 547</i>	<i>21 211 433</i>	<i>30 234 733</i>	<i>31 208 816</i>	<i>38 192 193</i>	<i>31 798 037</i>	<i>35 112 068</i>
Sum anleggsmidler	388 740 975	348 311 731	397 809 926	405 279 371	372 628 729	339 556 857	327 538 656
Lager av varer	205 344 391	164 370 381	123 249 093	118 916 632	84 310 785	43 938 210	38 678 941
Kundefordringer	226 318 187	260 080 979	187 381 172	113 343 929	118 705 897	60 979 923	36 991 487
Andre fordringer	52 238 600	161 552 173	30 331 901	34 060 227	10 821 610	14 129 387	11 753 580
<i>Sum fordringer</i>	<i>278 556 787</i>	<i>421 633 152</i>	<i>217 713 073</i>	<i>147 404 156</i>	<i>129 527 507</i>	<i>75 109 310</i>	<i>48 745 067</i>
Bankinnskudd, kontanter o.l	51 963 015	21 683 694	7 995 053	14 771 384	12 328 703	11 297 913	7 313 741
Sum omløpsmidler	535 864 193	607 687 227	348 957 219	281 092 172	226 166 995	130 345 433	94 737 749
SUM EIENDELER	924 605 168	955 998 958	746 767 145	686 371 543	598 795 724	469 902 290	422 276 405
Aksjekapital	46 390 600	46 390 600	48 543 900	85 845 000	86 074 365	86 074 365	44 246 300
Overkursfond	68 122 985	70 326 112	28 997 362	0	0	0	0
<i>Sum innskutt egenkapital</i>	<i>114 513 585</i>	<i>116 716 712</i>	<i>77 541 262</i>	<i>85 845 000</i>	<i>86 074 365</i>	<i>86 074 365</i>	<i>44 246 300</i>
Annen egenkapital	23 732 351	17 237 820	0	-18 518 066	-16 998 920	-45 401 566	6 624 019
Minoritetsinteresser	11 266 736	12 514 655	14 852 849	10 153 724	7 327 396	5 443 261	5 589 552
<i>Sum opptjent egenkapital</i>	<i>34 999 087</i>	<i>29 752 475</i>	<i>14 852 849</i>	<i>-8 364 342</i>	<i>-9 671 524</i>	<i>-39 958 305</i>	<i>12 213 571</i>
Sum egenkapital	149 512 672	146 469 187	92 394 111	77 480 658	76 402 841	46 116 060	56 459 871
Pensjonsforpliktelser	305 638	0	1 025 438	1 063 599	603 996	617 091	1 636 494
Utsatt skatt	37 130 416	7 493 814	0	0	0	0	0
<i>Sum avsetning for forpliktelser</i>	<i>37 436 054</i>	<i>7 493 814</i>	<i>1 025 438</i>	<i>1 063 599</i>	<i>603 996</i>	<i>617 091</i>	<i>1 636 494</i>
Ansvarlig lån	0	0	0	0	14 731 004	34 731 004	17 772 232
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	257 869 656	294 804 328	251 015 855	264 047 513	305 891 339	279 711 947	259 198 924
Øvrig langsiktig gjeld	0	0	1 300 000	11 704 761	515 410	267 152	250 000
<i>Sum annen langsiktig gjeld</i>	<i>257 869 656</i>	<i>294 804 328</i>	<i>252 315 855</i>	<i>275 752 274</i>	<i>321 137 753</i>	<i>314 710 103</i>	<i>277 221 156</i>
Gjeld til kredittinstitusjoner	258 259 328	241 929 883	213 186 567	162 898 891	102 034 066	60 073 684	36 973 339
Leverandørgjeld	162 636 101	191 560 559	141 626 920	96 984 852	54 537 920	22 536 835	18 138 409
Betalbar skatt	2 144 994	1 210 677	1 217 680	813 171	256 032	0	184 700
Skyldig offentlige avgifter	29 388 297	31 519 035	8 293 487	3 308 582	7 813 590	7 593 876	10 346 334
Utbytte	147 000	1 097 000	0	0	0	0	474 944
Annen kortsiktig gjeld	27 211 065	39 914 475	36 707 085	68 069 517	36 009 526	18 254 641	20 841 157
<i>Sum kortsiktig gjeld</i>	<i>479 786 785</i>	<i>507 231 629</i>	<i>401 031 739</i>	<i>332 075 013</i>	<i>200 651 134</i>	<i>108 459 036</i>	<i>86 958 883</i>
Sum gjeld	775 092 495	809 529 771	654 373 032	608 890 886	522 392 883	423 786 230	365 816 533
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	924 605 167	955 998 958	746 767 143	686 371 544	598 795 724	469 902 290	422 276 404

WEST FISH AARSÆTHER AS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
OMGRUPPERT RESULTAT							
Salgsinntekter	1 885 283 564	1 662 368 094	1 524 183 882	1 228 588 599	959 359 813	564 995 577	480 806 075
Andre driftsinntekter	7 824 046	8 169 945	14 081 296	9 483 102	6 572 284	8 349 516	7 480 906
Driftsinntekter	1 893 107 610	1 670 538 039	1 538 265 178	1 238 071 701	965 932 097	573 345 093	488 286 981
Endring beholdning FV og ViA	-10 542 114	7 651 465	19 807 742	3 131 772	1 939 811	0	0
Varekostnad	1 421 605 992	1 267 122 043	1 175 832 969	895 020 681	713 772 968	372 991 950	282 484 463
Lønnskostnad	187 862 724	187 944 731	183 450 746	170 376 161	136 149 697	110 708 016	113 992 095
Ordinære avskrivinger	30 698 258	32 265 586	27 033 435	29 362 948	24 151 490	21 618 327	17 979 884
Andre driftskostnader	204 760 211	238 975 787	173 220 125	93 065 144	60 257 652	63 311 115	65 657 255
Driftsresultat egen virksomhet	58 722 539	-63 421 573	-41 079 839	47 114 995	29 660 479	4 715 685	8 173 284
Driftsrelatert skattekostnad	16 442 311	-17 758 040	-11 502 355	13 192 199	8 304 934	1 320 392	2 288 520
Netto driftsres. egen virksomhet	42 280 228	-45 663 533	-29 577 484	33 922 796	21 355 545	3 395 293	5 884 764
Nettores. fra driftstilknytte virksomheter	0	0	0	0	0	0	3 435 811
Netto driftsresultat	42 280 228	-45 663 533	-29 577 484	33 922 796	21 355 545	3 395 293	9 320 575
Netto finansinntekter (etter skatt)	3 386 455	7 154 677	10 983 728	12 817 938	16 401 958	7 370 365	3 608 501
Nettores. til sysselsatt kapital	45 666 683	-38 508 855	-18 593 756	46 740 734	37 757 503	10 765 658	12 929 077
Netto finanskostnad (etter skatt)	25 127 405	37 827 540	42 412 548	40 006 486	43 348 191	26 437 761	17 484 937
Netto minoritetsresultat	1 986 248	1 247 919	1 873 777	2 731 946	-1 474 878	-318 378	337 368
Nettoresultat til egenkapital	18 553 031	-77 584 314	-62 880 080	4 002 302	-4 115 810	-15 353 725	-4 893 229
Unormalt netto driftsresultat		74 389 910	1 161 185	-117 844 106	-24 135 679	-14 214 531	-4 434 307
Unormalt netto finansresultat		0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til EK		-3 194 404	-61 718 895	-113 841 804	-28 251 489	-29 568 256	-9 327 536
Netto betalt utbytte		147 000	-4 208 625	-103 627 476	-30 000 000	-1 165 610	-20 000 000
Endring i egenkapital		-3 341 404	-57 510 270	-10 214 328	1 748 511	-28 402 646	10 672 464
OMGRUPPERT BALANSE							
Immaterielle eiendeler	35 494 481	4 930 710	20 171 520	46 783 205	46 472 967	154 815 122	153 188 557
Varige driftsmidler	335 240 947	322 169 588	347 403 673	327 287 350	287 963 569	152 943 698	139 238 031
Tilknytte selskaper, pensjonsmidler o.l	1 739 000	1 938 000	2 489 000	4 770 168	2 866 832	445 004	10 831 539
Driftsrelaterte anleggsmidler	372 474 428	329 038 298	370 064 193	378 840 723	337 303 368	308 203 824	303 258 127
Varer	205 344 391	164 370 381	123 249 093	118 916 632	84 310 785	43 938 210	38 678 941
Kundefordringer og andre driftsfordr.	278 556 787	421 633 152	217 713 073	147 404 156	129 527 507	75 109 310	48 745 067
Driftsrelaterte omløpsmidler	483 901 178	586 003 533	340 962 166	266 320 788	213 838 292	119 047 520	87 424 008
DRIFTSRELATERTE EIENDELER	856 375 606	915 041 831	711 026 359	645 161 511	551 141 660	427 251 344	390 682 135
Langsiktige finansielle fordringer	13 309 461	16 320 347	24 887 147	23 959 062	31 683 575	28 517 627	22 840 931
Langsiktige finansielle investeringer	2 957 086	2 953 086	2 858 586	2 479 586	3 641 786	2 835 406	1 439 598
Finansielle anleggsmidler	16 266 547	19 273 433	27 745 733	26 438 648	35 325 361	31 353 033	24 280 529
Finansielle fordringer							
Investeringer							
Kontanter og bank	51 963 015	21 683 694	7 995 053	14 771 384	12 328 703	11 297 913	7 313 741
Finansielle omløpsmidler	51 963 015	21 683 694	7 995 053	14 771 384	12 328 703	11 297 913	7 313 741
FINANSIELLE EIENDELER	68 229 562	40 957 127	35 740 786	41 210 032	47 654 064	42 650 946	31 594 270
EIENDELER	924 605 168	955 998 958	746 767 145	686 371 543	598 795 724	469 902 290	422 276 405
Rapportert egenkapital	138 245 936	133 954 532	77 541 262	67 326 934	69 075 445	40 672 799	50 870 319
Foreslått og avsett utbytte	147 000	1 097 000	0	0	0	0	474 944
EGENKAPITAL	138 392 936	135 051 532	77 541 262	67 326 934	69 075 445	40 672 799	51 345 263
MINORITETSINTERESSER	11 266 736	12 514 655	14 852 849	10 153 724	7 327 396	5 443 261	5 589 552
Utsatt skatt	37 130 416	7 493 814	0	0	0	0	0
Pensjonsforpliktelser	305 638	0	1 025 438	1 063 599	603 996	617 091	1 636 494
<i>Avsetting for krav</i>	<i>37 436 054</i>	<i>7 493 814</i>	<i>1 025 438</i>	<i>1 063 599</i>	<i>603 996</i>	<i>617 091</i>	<i>1 636 494</i>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	37 436 054	7 493 814	1 025 438	1 063 599	603 996	617 091	1 636 494
Leverandørgjeld	162 636 101	191 560 559	141 626 920	96 984 852	54 537 920	22 536 835	18 138 409
Betalbar skatt	2 144 994	1 210 677	1 217 680	813 171	256 032	0	184 700
Skyldig offentlige avgifter	29 388 297	31 519 035	8 293 487	3 308 582	7 813 590	7 593 876	10 346 334
Annen kortsiktig gjeld	27 211 065	39 914 475	36 707 085	68 069 517	36 009 526	18 254 641	20 841 157
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	221 380 457	264 204 746	187 845 172	169 176 122	98 617 068	48 385 352	49 510 600
DRIFTSRELATERT GJELD	258 816 511	271 698 560	188 870 610	170 239 721	99 221 064	49 002 443	51 147 094
Ansvarlig lån	0	0	0	0	14 731 004	34 731 004	17 772 232
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	257 869 656	294 804 328	251 015 855	264 047 513	305 891 339	279 711 947	259 198 924
Øvrig langsiktig gjeld	0	0	1 300 000	11 704 761	515 410	267 152	250 000
Langsiktig finansiell gjeld	257 869 656	294 804 328	252 315 855	275 752 274	321 137 753	314 710 103	277 221 156
Gjeld til kredittinstitusjoner	258 259 328	241 929 883	213 186 567	162 898 891	102 034 066	60 073 684	36 973 339
Kortsiktig finansiell gjeld	258 259 328	241 929 883	213 186 567	162 898 891	102 034 066	60 073 684	36 973 339
FINANSIELL GJELD	516 128 984	536 734 211	465 502 422	438 651 165	423 171 819	374 783 787	314 194 495
EGENKAPITAL OG GJELD	924 605 167	955 998 958	746 767 143	686 371 544	598 795 724	469 902 290	422 276 404