

# Strategisk analyse og verdsettelse av Pan Fish ASA

*En teoretisk vurdering av aksjepris på Pan Fish ASA gjennom  
kontantstrømbasert-, komparativ-, og strategisk analyse*

av

**Jørgen Nicolay Strand**

**Veileder: Jørild Meland**

Utredning i fordypnings-/spesialfagområdet:

Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

# Forord

Bakgrunn for valget av utrednings emne var et ønske om å kunne ta i bruk den allsidige økonomiske kunnskapen som man tilegner seg ved studier på Norges Handelshøyskole. Pan Fish var et naturlig valg da jeg har fulgt selskapet lenge blant annet på grunn av min families tilknytning til fiskerikommunen Vågsøy i Nordfjord. Det å jobbe selvstendig med oppgaven var også bevisst fordi jeg ønsket å vise for meg selv at jeg faktisk klarte å benytte meg av den kunnskapen jeg besitter, og levere et helt eget produkt.

Utredningen bød på mange utfordringer, kanskje spesielt siden jeg fullførte den etter at jeg startet i min første jobb. Faglig sett så jeg det som utfordrende, men også spennende, å anvende teorien mer praktisk og helhetlig. I de fleste fag ved studiet arbeider man med enkeltstående teorier og modeller, og tallmaterialet blir i stor grad presentert for studentene. Under utredningen måtte jeg i mye større grad ha et bevisst forhold til hvilke formler, teorier og modeller jeg anvendte og hvilke data som skulle brukes i dem.

Jeg vil her benytte muligheten til å takke veilederen min Førsteamanuensis Jøril Mæland for god veiledning, raske tilbakemeldinger og gode innspill til oppgaven.

Jørgen Nicolay Strand

Oslo, 2006

## Sammendrag

I denne utredningen har jeg verdsatt Pan Fish ASA både gjennom kontantstrømbasert og komparativ analyse. Gjennom kontantstrømanalysen identifiserte jeg en teoretisk riktig aksjepris på 2,80 kroner. Sensitivitetsanalysen viser derimot at prisen er veldig sensitiv til avvik fra mine forventninger til utviklingen til verdidriverne. Det resultatet jeg velger å trekke ut fra den komparative analysen er at bransjen generelt er underpriset. Dette er på bakgrunn av det store avviket mellom resultatene i de to analysene.

Grunnlaget for mine for mine forventninger til fremtidig utvikling for selskapet og diskusjon rundt resultater er basert på en grundig strategisk analyse i første del av utredningen. Der ser jeg på både på selskapets konkurransesituasjon og interne egenskaper og muligheter. Basert på den strategiske analysen har jeg identifisert selskapets viktigste verdidrivere, laksepris, selskapets totalkostnad per kilo og salgsvolum, og vist hvordan jeg tror disse vil utvikle seg fremover.

# Innholdsfortegnelse

<b>1.0 Innledning</b> .....	<b>1</b>
<b>2.0 Presentasjon av Pan Fish og oppdrettsnæringen</b> .....	<b>2</b>
<b>2.1 Historie</b> .....	<b>2</b>
<b>2.2 Aksjekursutvikling</b> .....	<b>3</b>
<b>2.3 Eierfordeling</b> .....	<b>4</b>
<b>2.4 Organisasjonskart</b> .....	<b>5</b>
<b>2.5 Produktet</b> .....	<b>7</b>
<b>2.6 Næringsbeskrivelse</b> .....	<b>8</b>
<b>2.7 Mål og strategi</b> .....	<b>9</b>
<b>3.0 Strategisk analyse</b> .....	<b>12</b>
<b>3.1 Eksternanalyse</b> .....	<b>12</b>
3.1.1 Teoripresentasjon: .....	12
3.1.2 Leverandørs forhandlingsmakt .....	13
3.1.3 Kundernes forhandlingsmakt .....	15
3.1.4 Trussel fra substitutter .....	16
3.1.5 Rivalisering mellom eksisterende bedrifter .....	17
3.1.6 Risiko for nye aktører .....	20
3.1.7 Makroomgivelser .....	22
<b>3.2 Internanalyse</b> .....	<b>24</b>
3.2.1 Teoripresentasjon.....	24
3.2.2 KIKK-analyse.....	25
3.2.3 SVIMA-analyse.....	27
<b>3.3 Oppsummering strategisk analyse</b> .....	<b>28</b>
<b>4.0 Teori verdsettelse</b> .....	<b>31</b>
<b>4.1 Generelt</b> .....	<b>31</b>
<b>4.2 Fundamental verdsettelse</b> .....	<b>32</b>
4.2.1 Kontantstrømmen .....	33
4.2.2 Vekst.....	35
4.2.3 Modning .....	35
4.2.4 Avkastningskravet .....	35
4.2.5 Valg av vurderingsnivå.....	39
<b>4.3 Komparativ verdsettelse</b> .....	<b>40</b>
4.3.1 Multiplikatormodellen(direkte metode).....	40
4.3.2 Substansverdimodellen(indirekte metode) .....	41
<b>4.4 Opsjonsbasert verdsettelse</b> .....	<b>42</b>
<b>4.5 Valg av metode for verdsettelse av Pan Fish</b> .....	<b>43</b>
<b>5.0 Verdsettelse av Pan Fish</b> .....	<b>44</b>
<b>5.1 Kontantstrømanalyse</b> .....	<b>44</b>
5.1.1 Kontantstrøm .....	44
5.1.2 Vekst.....	45
5.1.3 Modning .....	46
5.1.4 Avkastningskravet/wacc: .....	46
5.1.5 Sensitivitetsanalyse:.....	48

<b>5.2 Komparativ analyse/multiplikatormetoden.....</b>	<b>51</b>
<b>6.0 Oppsummering av oppgaven.....</b>	<b>55</b>
<b>APPENDIX: .....</b>	<b>i</b>
<b>Referanseliste: .....</b>	<b>i</b>
<b>Resultat 2003-2005:.....</b>	<b>iii</b>
<b>Verdidrivere (Pris, volum, kostnader): .....</b>	<b>iii</b>
<b>Kontantstrøm: .....</b>	<b>iv</b>
<b>Separat verdsettelse av verdien av utsatt skattefordel: .....</b>	<b>iv</b>
<b>Teoretisk verdi av Pan Fish basert på kontantstrømbasert analyse: .....</b>	<b>v</b>
<b>Balanse: .....</b>	<b>v</b>
<b>Beregning av gjennomsnittlig økonomisk levetid: .....</b>	<b>vi</b>
<b>Sirkulær beregning av verdien av egenkapital og wacc .....</b>	<b>vi</b>
<b>Multiplikatormetoden: .....</b>	<b>vi</b>
<b>Syntetisk rating: .....</b>	<b>viii</b>

## **1.0 Innledning**

Formålet med denne oppgaven er å finne den teoretiske markedsverdien på Pan Fish ASA. En slik verdsettelse gir mulighet for å vise en bred faglig forståelse i og med den innehar elementer fra flere av fagområdene som man er innom under siviløkonomstudiet. En analyse av selskapets strategiske og regnskapsmessige posisjon i dag vil gi grunnlag for finne frem til forventninger til selskapets videre utvikling og drift. Disse fremtidsutsiktene vil senere legge grunnlaget for en verdivurdering av selskapet.

Oppdrettsnæringen som Pan Fish opererer i opplevde kraftig vekst frem til århundreskiftet. Da prisene på laks stupte i 2001 satt mange selskap igjen med veldig høy gjeld på grunn av en overdreven oppkjøpstrategi. Pan Fish var et av selskapene som ble hardest rammet. I dag er det igjen optimisme i oppdrettsnæringen etter fire år der oppdrettsaksjer har vært svært upopulære. Pan Fish har gått gjennom kraftig omstrukturering og dette gjør at regnskapstallene selv fra få år tilbake ikke er rettvise i forhold til selskapet videre utvikling. Dette sammen med at lønnsomheten til Pan Fish er svært korrelert med den svært volatile lakseprisen gjør at verdivurdering både er utfordrende og spennende.

Oppgaven er i all hovedsak basert på informasjon tilgjengelig før årsskiftet 2005-2006. Jeg har valgt å oppdatere noen av tallene i tabellene på bakgrunn av kvartalsrapportene som kom i februar, men har ikke latt informasjonen påvirke mine forventninger til utviklingen av selskapet. Noe av informasjonen som har kommet frem i 2006 har jeg også brukt til å drøfte opp mot de resultatene jeg har funnet.

## **2.0 Presentasjon av Pan Fish og oppdrettsnæringen**

### **2.1 Historie**

- 1992 Pan Fish ASA (opprinnelig Pan Fish Holding AS) blir stiftet. Samme år blir det kjøpt andeler i en rekke oppdrettselskaper i Norge og Canada.
- 1994 Fire av de canadiske selskapene blir slått sammen og danner bakgrunnen for det som i dag er Pan Fish Canada.
- 1996 Pan Fish kjøper seg videre opp i Norge og Canada på oppdrettssiden og etablerer seg gjennom oppkjøp også i Skottland. I tillegg til denne ekspansjonen innen oppdrett, integrerer Pan Fish også nedstrøms gjennom oppkjøp av videreforedlingsbedrifter i Norge og Frankrike (Pan Fish France).
- 1997 Pan Fish blir tatt opp på Oslo Børs.
- 1998 Selskapet investerer for å styrke salgs- og distribusjonsapparatet.
- 1999 Driften til utvides ytterligere og selskapet etablerer seg for første gang på Færøyene.
- 2000 Pan Fish ASA etablerer det heleide datterselskapet Pan Pelagic for drift innenfor pelagisk sektor (sild, brisling, lodde, sildeolje, sildemel og lignende). Pan Fish danner også et annet datterselskap Pan Marine for oppdrett av andre fiskearter enn laks og ørret. Det råder stor optimisme i selskapet etter mange år med vekst og fortsatt høye laksepriser.
- 2001 Selskapet selger seg ned i de to datterselskapene, og Pan Pelagic blir notert på Oslo Børs. Pan Fish kjøper senere på året opp alle aksjene i Pan Pelagic og tar selskapet av børs. Pan Fish Japan blir startet for å styrke distribusjonen av fisk til det japanske markedet.
- 2002 Året er preget av lave laksepriser og fallende lønnsomhet i bransjen. Samtidig blir Pan Fish sine canadiske oppdrettsanlegg rammet av sykdom noe som fører til at mye av fisken dør, mens den som vokser opp er av dårligere kvalitet. Disse faktorene til sammen gjorde at Pan Fish blir ekstra kraftig rammet av konjunkturedgangen. Selskapet hadde i stor grad lånefinansiert sine oppkjøp og klarer nå ikke å møte sine forpliktelser. Dette fører til at man selger ut eierandeler og fiskefartøy fra Pan Pelagic, mens Pan Marine måtte melde oppbud i 2003.
- 2003 I januar starter en storstilt omstrukturering. Selskapet blir tilført ny egenkapital gjennom konvertering av gjeld og dels kontantinnbetaling. Dette medfører at bankene DnB og Nordea sitter igjen med en eierpost på åtti prosent og gründerne blir skjøvet

ut. Det velges et nytt styre som setter inn en ny ledelse med Atle Eide som øverste leder.

2004 Selskapet har fortsatt behov for ytterligere refinansiering og selskapet tilføres 750 mill i EK og lån, samtidig splittes aksjen 100:1. Refinansiering ser fortsatt ikke ut til å øke tiltroen til selskapet og aksjekursen fortsetter å falle. Pan Fish skaffer seg et videreforedlingsanlegg i Danmark og dette blir Pan Fish Denmark.

2005 1.halvår: Aksjekapitalen nedskrives. Selskapet selger oppdrettsanlegg i USA for å konsentrere seg om driften i Canada. Pan Fish Denmark blir nedlagt, med begrunnelsen i dårlig lønnsomhet fordi EU innfører midlertidig toll på norsk laks. Aksjen når sin laveste kurs siden kom på børs. Restene av Pan Pelagic selges ut.

2.halvår: Markedet virket positiv til selskapets restrukturering og i tillegg har lakseprisene tatt seg noe opp(lik 8årig gjennomsnitt). John Fredriksen har kjøper seg stort opp til nærmere 50% og dette fører til sterk oppgang. Andre institusjonelle investorer inkluderer nå Pan Fish i porteføljen sin. En lignende utvikling er å finne i andre oppdrettsselskaper. Bankene har kun marginale eierinteresser igjen i selskapet.

## **2.2 Aksjekursutvikling**

Figur 1<sup>1</sup>



For at figuren skal kunne vise hvordan aksjen har endret seg siste året var jeg nødt til å velge et relativt kort periode for aksjekursviklingen. Det siste året har aksjen vært relativt stabil i forhold til årene før. Aksjen nådde sin historisk laveste verdi i mai 2005 i sammenheng med at selskap skrev ned verdien av aksjekapitalen ved å endre pålydende, konverterte fem hundre

<sup>1</sup> Grafen er hentet fra [www.hegnar.no](http://www.hegnar.no)



millioner i gjeld til egenkapital og gjennomførte en kapitalforhøyelse ved å utstede to hundre millioner ny aksjer. Ved dette tidspunktet kom det inn en rekke tyngre investorer og John Fredriksen kjøpte seg spesielt kraftig opp. Dette førte til en umiddelbar styrkning av aksjen. Frem til årsskiftet lå aksjen relativt stabilt rundt det nye nivået.

Grunnen til de uregelmessige svingningene i 2004 skyldes at aksjen ble handlet for mellom tre og seks øre og da det ble gjort en omvendt splitt 1:100 ble dette seende ut som at aksjen gikk opp og ned hele kroneverdier. Historiske aksjekurser blir justert slik at man skal kunne sammenligne dagens aksjekurs med de historiske på grunnlag av dagens antall aksjer.

## **2.3 Eierfordeling**

Tabell 1<sup>2</sup>

<b>Aksjeeiere med eierandel over 0,5%</b>	<b>Antall aksjer</b>	<b>Andel(%)</b>
Geveran Tranding Co Ltd(John Fredriksen kontrollert)	539.360.839	39,71
Westborough Holdings(John Fredriksen kontrollert)	108.603.514	8,00
Firmamant AS	25.000.000	1,84
MP Pensjon	24.170.400	1,78
Voldsberg, Tor Aksel	17.500.168	1,29
Odin Norge	16.032.000	1,18
Principal Life Ins	15.579.692	1,15
Vital Forsikring ASA DnBNor Kapitalforvaltning	13.836.100	1,02
Odin Norden	13.309.800	0,98
Saga Equity c/o Saga Asset Management	12.000.000	0,88
Institusjonen Fritt Ord Att: Erik Rudeng	11.055.000	0,81
Bank of New York	10.790.000	0,79
Goldman Sachs	9.939.000	0,73
DnB Nor Norge	9.286.500	0,68
Nordea Bank Denmark	8.234.798	0,61
Dnb Nor Markets	8.001.000	0,59
<b>TOTALT</b>	<b>1.358.116.565</b>	<b>100</b>

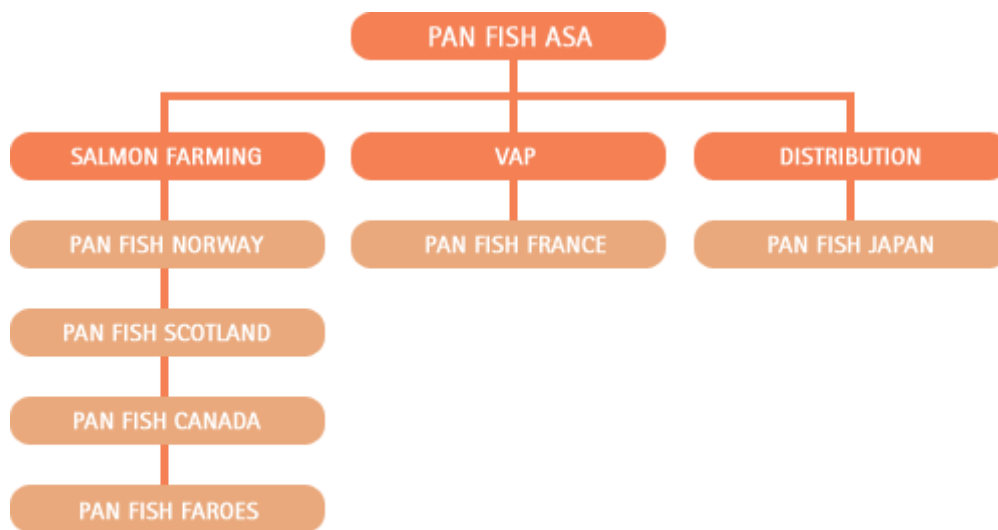
Tabell 1 viser en oversikt over Pan Fish sine største aksjonærer ved årsskiftet. To av skipsreder John Fredriksens investeringsselskaper holder de klart største aksjepostene. Ellers

<sup>2</sup> Tallene er hentet fra [www.panfish.no](http://www.panfish.no), og stammer fra desember 2005.

er det verdt å merke seg det store innslaget av institusjonelle investorer som har valgt å satse på selskapet. Dette tyder på at seriøse aktører i markedet har tro på selskapets fremtidsutsikter. Bankene som tok over styringen i selskapet ved kollapsen har solgt seg ut og har ikke lenger noe vesentlige eierinteresser igjen.

## 2.4 Organisasjonskart

Figur 2<sup>3</sup>



Figur 2 viser selskapets struktur ved utgangen av 2005. Selskapet har definert driften sin i tre områder, oppdrett, videreforedling(VAP) og distribusjon. De senere årene har selskapet redusert sin satsning på videreforedling for å konsentrere seg om kjernevirksomheten oppdrett. Jeg vil videre presentere selskapets aktiviteter gjennom organisasjonskartet.

- **Pan Fish ASA:** Administrasjon har sitt hovedsete i Stavanger etter at nåværende administrerende direktør Atle Eide satte dette som et krav for å ta over ledelsen av selskapet. Tidligere holdt ledelsen til i Ålesund og det er også her mesteparten av den daglige driften styres gjennom Pan Fish Norway.

<sup>3</sup> Organisasjonskartet er hentet fra [www.panfish.no](http://www.panfish.no)

- **Lakseoppdrett(Salmon farming):** Verdikjeden fra smolt til slaktet og ferdig pakket laks for distribusjon er Pan Fish sin hovedgeskjeft. Denne prosessen tar ca to år og krever svært god oppfølging for å sørge for at så mye som mulig av generasjonen vokser opp til den kvaliteten markedet forventer seg. Etter omstruktureringen av selskapet har fokus på denne delen av driften blitt mye sterkere og man satser mindre på oppstrøms og nedstrøms aktiviteter.

Pan Fish Norway: Har et stort antall anlegg i Sogn og Fjordane og Møre og Romsdal. Selskapet har også et stort slakteri på Herøy på Mørrekysten og sammen utgjør dette et svært effektivt område for oppdrett. Selskapet har potensiale til å bygge opp biomassen i nåværende struktur, men ønsker også. Selger produktene sine hovedsakelig til EU (60%), Asia (20%) og Russland (15%).

Pan Fish Faroes: Selskapets har først de siste årene valgt å satse skikkelig på oppdrett på Færøyene. Biomassen er fortsatt under oppbygning og driften på Færøyene vil først begynne å bidra til omsetningen i andre kvartal 2006. Pan Fish Norway vil ta seg av salgsdelen av driften.

Pan Fish Scotland: Oppdrettsnæringen i Storbritannia har lenge slitt med høyere kostnader enn andre områder, og Pan Fish Scotland er intet unntak. Dette er også hovedårsaken til EU sine tollrestriksjoner mot norsk laks, siden britiske produsenter ikke har klart å konkurrere med de norske. Selskapet i Skottland satser på å nær fordoble produksjonen i løpet av de neste par årene, noe som burde medføre betydelige kostnadsbesparende skalafordeler. Pan Fish Scotland solgte i 2005 rundt 88% av sin produksjon til EU.

Pan Fish Canada: Het tidligere Pan Fish North-America før selskapet som ledd i sin strategi for å redusere kostnadene solgte sine anlegg i USA. Målet med dette var man ved å konsentrere produksjonen innenfor et mindre område kunne oppnå kostnadsbesparende synergier. Produksjonen er nå konsentrert til British Columbia på vestkysten av Canada. De siste årene har man måttet bygge ned biomassen som følge av laksesykdom, og selskapet utnytter enda ikke produksjonskapasiteten optimalt. Målet er i likhet med Pan Fish Scotland å nesten fordoble produksjonen fra dagens nivå. Mye av dette vil la seg gjøre innenfor den eksisterende struktur, men vil også kreve at man skaffer seg flere konsesjoner. Selskapet har også et stort og effektivt slakteri som har kapasitet til å ta seg av de økte volumene. Produktene fra Canada selges nesten utelukkende til USA (89%).

- **VAP (Value Added Products):**

Pan Fish France: Selskapet eier et av Frankrikes største anlegg for røyking av fisk. På grunn av høye priser på råvaren laks i den senere tid har marginene blitt kraftig presset og selskapet sliter med å oppnå positive resultater. Dette har medført at selskapet har vært tvunget til å gjøre kutte drastisk i arbeidsstokken.. Pan Fish har i de senere årene solgt seg ut av nedstrømsaktivitet og Pan Fish France sin rolle i selskapet kan på dette grunnlag sies å være noe usikker.

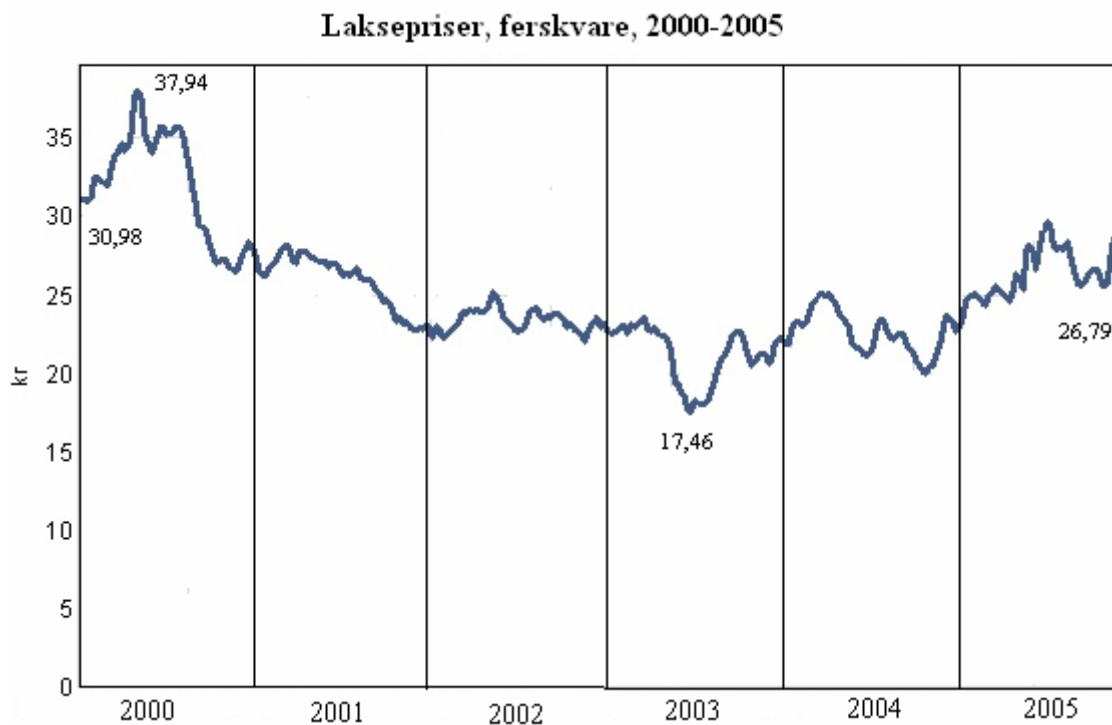
- **Distribusjon:**

Pan Fish Japan: Dette er et distribusjonsselskap som driver med promotering og salg av sjømat mot det japanske markedet. Japanere er det folket i verden som spiser mest fisk og dette sammen med de åpenbare kulturelle forskjellene gjør det viktig å ha egne folk representert i landet. Produktene kommer hovedsakelig fra Pan Fish sine anlegg, men det selges også andre typer sjømatprodukter som Pan Fish ikke leverer selv. Det er et mål å utvide driften fra å være et salgskontor til å ha egne utsalg som gjør at mindre av profitten forsvinner til mellommenn.

## **2.5 Produktet**

Pan Fish produserer atlantehavslaks for verdensmarkedet fra sine oppdrettsanlegg i Norge, Skottland, Færøyene og Canada. Fisk med rødt kjøtt, være seg ulike laksesorter (atlantehavslaks, stillehavslaks, coho) eller ørret, er svært korrelert på pris og behandles videre i oppgaven som å være det samme produktet. Laks er svært proteinrik og skiller seg ut fra sine andre proteinkilder som kylling og storfe ved den helsebringende effekten den sunne fiskeoljen gir. Pan Fish har spesialisert seg på å selge produktet ferskt og å beholde fisken hel(sløyet med hode), men har også en viss frysekapasitet. Chilenske oppdrettere derimot satser primært på salg av frossen laks i skiver. Laks er å regne som en råvare og prisene har historisk svingt kraftig, noe som er typisk for råvareprodukter. Det finnes to indekser for laksepriser, en for fersk og en for frossen. Da Pan Fish hovedsakelig selger fersk fisk vil det være denne prisen det vil refereres til i resten av oppgaven.

Figur 3<sup>4</sup>



Som man ser av figuren falt lakseprisen kraftig fra årtusenskiftet frem til og med 2003. Så lenge prisene var såpass høye som i år 2000 kunne selskapene slippe unna med å ha høye kostnader, og selskapene satset derfor heller på øke å produksjonen. Dette førte til at tilbudet etterhvert oversteg etterspørselen og man opplevde en korreksjon i prisnivå. Dette førte til problemer for en rekke selskap, og da spesielt Pan Fish som hadde vært næringens flaggskip. Problemene de lave prisene gav medførte at mange selskaper måtte kutte i produksjonen og dette har ført til at prisene har tatt seg noe opp. Dette har medført bedre tider i bransjen og mange av selskapene driver nå å bygger opp produksjonen mot gammelt nivå, noe som igjen vil måtte føre til press på prisene.

## **2.6 Næringsbeskrivelse**

Oppdrett av laks er gunstigst i områder med lave stabile vanntemperaturer og god vannkvalitet. Derfor er driften begrenset til geografiske områder langt nord eller sør i verden. Det finnes i dag oppdrett av laks i tre regioner, rundt Atlanterhavet (Norge, Skottland, Færøyene), Nord-Amerika(Canada, USA) og Chile. Oppdrett av laks startet i Norge og landet

<sup>4</sup> Grafen er hentet fra Statistisk sentralbyrå(SSB), prisene er pr kilo solgt vare.

var lenge den største produsenten av oppdrettslaks. Chile er det nyest utviklede regionen og har hatt en kraftig vekst de siste årene. Produksjonen i Chile er i dag på omtrent samme nivå som i Norge. Landet har i større grad enn de andre regionene satset på skivet frossen laks, som man hovedsakelig har solgt til USA. Chile har det fortrinnet at det er stor tilgang på billig arbeidskraft noe som gjør at landet har de klart laveste produksjonskostnadene. I 2005 har produksjonsveksten i landet flatet ut, i hovedsak på grunn av en metning i det amerikanske markedet. Dette har medført at europeiske oppdrettere er bekymret for om chilenske produsenter vil utnytte sin relative kostnadsfordel og i større grad prøve å stjele markedsandeler i Europa.

Markedene for laks er områder med høy økonomisk kjøpekraft, dette har tradisjonelt vært EU, Nord-Amerika og Japan, mens Russland/Øst-Europa er området som er i størst vekst. Ulike produksjonsregioner selger mest til det markedet som er nærmest seg, i tillegg til det asiatiske markedet som alle er omtrent like langt unna. De største selskapene har produksjon i flere regioner og oppnår med dette ikke bare muligheter for økt omsetning, men også en reduksjon av risiko. Eksempelvis vil man være i stand til å opprettholde produksjon og salg dersom en region blir rammet av sykdom eller handelsbarrierer. Dette er verdt å nevne siden media som regel fokuserer på markedsendringer for en region, mens det for et selskap som Pan Fish er et mer sammensatt bilde.

## **2.7 Mål og strategi**

Pan Fish har som overordnet målsetning ”å forsyne det globale markedet med kvalitetslaks til den laveste kostnaden i industrien”.<sup>5</sup>

Av dette følger:

-”Produsere og levere en vare som tilfredsstillende strenger krav til kvalitet, matvaresikkerhet og sporbarhet som stilles av verdens ledende kjøper av lakseprodukter.”

-”Løfte produksjonen til et nivå som reflekterer den kapasiteten som ligger i den eksisterende infrastrukturen. Veksten skal skje i et tempo som anses forsvarlig i forhold til god fiskehelse og biologisk sikkerhet på den ene siden, og ..... bidra til en sunn markedsbalanse på den annen.”

---

<sup>5</sup> Målsetningene er sitert fra Prospekt Pan Fish av 12.mai 2005.

- Fokus på økt effektivitet i alle ledd av verdikjeden, spesielt i produksjon av smolt.
- Utnytte stordriftsfordeler ved at produksjon skjer innefor et begrenset område innenfor hver region og all vekst er knyttet til disse områdene.

#### Kostnader:

Selskapet kommuniserer sterkt at de skal være markedets ledende på kostnader. Det selskapet måler seg selv på er totale produksjonskostnader, og dette begrepet inneholder kostnader til:

Smolt

+Fôr

+Arbeidskraft

+Forsikring

+Operasjonell leasing

+Avskrivninger

+Administrasjon og salg

+Andre driftskostnader

Produksjonskost rund vekt(100%)<sup>6</sup>

Produksjonskost sløyd vekt(82,5%)

+Slakt/prosessering

=Totale produksjonskostnader sløyd vekt før finanskostnader

Begrepet totale produksjonskostnader inneholder altså alle kostnader som selskaper pådrar seg som følge av driften, mens kostnader knyttet til finansieringen er utelatt. I tillegg til at selskapet er klare på at de ønsker å være kostnadsledende er selskapet svært åpen rundt det å tallfeste målsetningene og vise hvordan man presterer i forhold til dem. Som tabell 2 viser har alle oppdretsregionene bestemte mål for hvilket kostnadsnivå de skal ligge på og når dette skal nås.

Tabell 2<sup>7</sup>

Land	Norge	Færøyene	Skottland	Canada
Gjennomsnittlig kostnad i 2005 (NOK)	19,2	Ikke ferdigstillelse av egne produkter	26,1	30,0
Kostnadsmål 2007/2008(NOK)	15,5-16	16-17	17-18	17-18

<sup>6</sup> Rund vekt henspeiler på vekten før fisken blir slaktet.

<sup>7</sup>Tallene er hentet Kvartalsrapport 4kv 2005, samt prospekt av 12.mai 2005

Selskapet hadde i 2004 markedets høyeste kostnader, men effekten av de strategiske valgene har begynt å gjøre seg gjeldende og da spesielt i Norge. Kostnadene i Skottland og Canada er markert høyere. For Pan Fish Canada skyldes dette ettervirkninger av laksesykdom og administrative kostnader knyttet til omstillingen fra drift i hele Nord-Amerika. Selskapet hadde ikke ferdigstilt laks i andre og tredje kvartal. Pan Fish Scotland opplevde uforutsette problemer med kvaliteten på fisken i siste halvår av 2005, men i første halvår lå kostnadene lavere og problemene forventes å være forbigående. Færøyene vil bidra til omsetningene i andre kvartal 2006, men må nok forvente å ha noe høyere kostnader enn de andre selskapene det første året. Reduksjon i kostnader er nært knyttet til utnyttelse av skalafordeler ved å øke produksjon.

#### Produksjon:

Som følge av de siste års problemer og omstilling har man vært tvunget til å redusere biomassen i anleggene, men denne bygges nå opp igjen. Pan Fish har som mål om å bygge opp produksjon innenfor eksisterende rammer, men har også en viss oppkjøpsstrategi for å oppnå positive stordriftsfordeler innenfor regioner. Spesielt Pan Fish Scotland må gjøre oppkjøp for å nå ønsket produksjonsnivå (se av tabell 3). Pan Fish Canada har betydelig større kapasitet innefor eksisterende rammer, mens Pan Fish Faeroes trolig vil trenge kun mindre investeringer for å nå sine produksjonsmål.

Tabell 3<sup>8</sup>

<b>Land</b>	<b>Norge</b>	<b>Færøyene</b>	<b>Skottland</b>	<b>Canada</b>
Produksjon 2005(tgw)	37000	0	15000	14000
Produksjonsmål 2008(tgw)	40000	8000	25000	25000

<sup>8</sup>Tallene er hentet fra 4. kvartals regnskap for Pan Fish samt foredrag av adm.dir Atle Eide ved First Securities lakseseminar i 2005.



## 3.0 Strategisk analyse

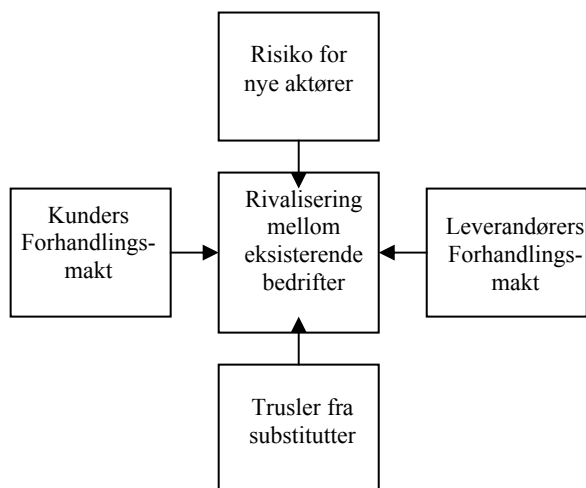
Hvordan Pan Fish vil prestere i fremtiden henger nøye sammen med hvilken konkurransesituasjon selskapet møter i markedet og i hvilken grad bedriften klarer å benytte seg av sine ressurser og muligheter til å nå opp i konkurransen. For å danne et klarere bilde av bedriftens posisjon vil jeg først gjøre en eksternanalyse av næringen gjennom en utvidet versjon av Porters 5-forces modell som også inkluderer makromiljøet. Deretter følger en internanalyse som bruker modellene KIKK og SVIMA til å avdekke bedriftens konkurransefortrinn og kilder til varig lønnsomhet.

### 3.1 Eksternanalyse

#### 3.1.1 Teoripresentasjon:

Porters 5-forces modell(5F)<sup>9</sup> er et naturlig utgangspunkt for å analysere konkurranseomgivelser.

Figur 4<sup>10</sup>



<sup>9</sup> Michael E. Porter gav ut boken “Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors” i 1980. Hans teorier er senere blitt gjengitt i en rekke bøker og publikasjoner. Min kilde til teoriene er til forelesningsnotater og hand-outs i sammenheng med faget Foretaksstrategi og etikk(STR210) fulgt ved Norges Handelshøyskole høsten 2004.

<sup>10</sup> Porters Five forces modell.

Porter identifiserer fem eksterne faktorer/krefter som påvirker lønnsomheten til en bedrift. Disse er kunders forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt, risiko for nyetablering, trusler fra substitutter og rivalisering mellom eksisterende bedrifter innenfor samme bransje.

- Styrkeforholdet mellom selskapet og de andre markedsaktørene bestemmer hvor mye av profittmarginen som forsvinner til kunder, leverandører eller som følge av rivalisering mellom aktørene i bransjen. Lover og reguleringer for bransjen, tilgang på knappe innsatsfaktorer og om det er få eller mange aktører i de forskjellige leddene er de viktigste faktorene som avgjør dette styrkeforholdet.

- I følge grunnleggende mikroøkonomisk teori vil nye bedrifter etablere seg dersom nåverdien av fremtidig resultater overstiger etableringskostnadene. Mer konkurranse fører til mindre marginer. Her er det viktig å se på mulige etableringshindringer, som gjør det vanskeligere for nye bedrifter å konkurrere med de etablerte.

- Forbrukere gjør fortløpende vurderinger av kostnaden opp mot nytten av et produkt. Er det mange nære substitutter vil det være vanskeligere å oppnå høye marginer fordi kundene vil skifte produkt om prisen blir for høy.

I tillegg spiller makrofaktorer inn. Disse kan være samfunnsmessig, sosiale, politiske eller teknologiske rammer eller endringer som påvirker bransjen.

### 3.1.2 Leverandørs forhandlingsmakt

Dersom leverandøren på en eller måte har en særstilling overfor kjøper kan dette utnyttes til å presse opp prisen. Dette er tilfelle når produktet som leveres er spesielt og/eller det er mange kjøpere i forhold til leverandører.

For oppdrettsnæringen utgjør fôr nær halvparten av kostnaden ved driften. Etterspørselen etter fôr er relativt stabil fordi den implisitt er begrenset av staten gjennom at det bare er lov å til å produsere en bestemt mengde fisk pr konsesjon. Denne ordningen avløste i 2005 den gamle hvor man kun fikk kjøpe en bestemt mengde fôr for hver konsesjon. Den nye ordningen

tillater noe mer fleksibilitet i driften, men fortsatt er oppdretterne avhengig av å bruke fôr så effektivt som mulig på grunn av kostnadshensyn.

Etter en periode med svært høye fôrpriser på 90-tallet har disse falt i takt med lavere laksepriser og effektivisering på leverandørsiden. Det finnes i dag tre store leverandører av fiskefôr: Ewos, Skretting og Biomar. Disse tre har stort sett hele markedet i Norge, Skottland og Canada, bare i Chile finnes andre betydelige aktører. Få sterke tilbydere tilsier at det er betydelig makt på leverandørsiden. I tillegg er det en viktig faktor at Ewos og Skretting eies av selskaper som også er blant de største innenfor selve oppdrettsdelen. Nutreco som eier Ewos eier også Marine Harvest som er det største oppdrettselskapet på verdensbasis. Cermaq er kontrollert av den norske stat har i likhet med Nutreco tradisjonelt kun vært en fôrleverandør. I de siste årene har selskapet utvidet nedstrøms og startet oppdrettsselskapet Mainstream som i dag er en stor aktør på flere kontinenter. Fôrproduksjon er svært skalaavhengig og siden mengden av fôr som etterspørres er relativt stabil har fôrleverandørene betydelig konkurranse seg i mellom for å få størst mulig andel. Dette har gjort at marginene i fôrindustrien relativt lave.

Noe som derimot kan være urovekkende for oppdrettsnæringen er at tilgangen på innsatsfaktorene i fiskefôret er noe usikre. Å produsere ett kilo laks krever fire kilo av andre typer fisk til å lage fiskefôr og noen av disse artene er hardt nedfisket. I tillegg vokser oppdrettsnæringen innenfor oppdrett av andre fiskearter og etterspørselen etter fôr vokser deretter. Dette kan medføre at oppdrettsnæringen vil oppleve en situasjon med fôr som knapp faktor og at dette leder til høyere priser og/eller at man ikke får kjøpt ønsket mengde. Her kan det være en fordel å være integrert med fôrleverandører for å sikre seg levering. Konkurranselovgivningen tillater ikke forskjellsbehandling av kunder på pris, men leverandører kan fortsatt velge hvem de ønsker å selge til så lenge salget skjer til markedspris. Likevel vil jeg bare beskrive denne risikoen som moderat. Det forskes mye på alternative ingredienser i fiskefôret, men man har enda ikke klart å finne gode nok substitutter for den verdifulle fiskeoljen som kommer fra bruk av annen fisk. Denne problemstillingen er en av de viktigste for næringen og bidrar til usikkerhet rundt fremtidig inntjening.

### *Konklusjon:*

Oppdrettere svært avhengig av få leverandører, men skalafordelene i produksjon av fôr og kamp om markedsandeler gjør at prisene er konkurrert ned. Mulig tilgangsproblemer på fiskebasert fôr bidrar til usikkerhet i bransjen.

#### 3.1.3 Kundenes forhandlingsmakt

Her gjelder den samme dynamikken som ved analyse av leverandørers forhandlingsmakt bare at bordet er snudd. Dersom det er få store kunder og mange tilbydere fører dette til et avhengighetsforhold for tilbyder og overføring av makt til kunde. Hvor enkelt det er å skifte tilbyder er også avgjørende for maktforholdet. Om det ikke er nok tilbud til å dekke etterspørselen er dette med på å øke tilbyders makt, men denne effekten er ofte forbigående fordi nye aktører vil komme inn og bidra til økt konkurranse. Produktets egenskaper er også med på å påvirke maktforholdet. Stor grad av homogenitet i produktmassen skifter makt over til kunden, mens reelle eller opplevde forskjeller mellom produkter fører makt over til produsent.

Kundene for laksenæringens produkter er store og små detaljister samt videreforedlingsbedrifter. Matvarekjedene og videreforedlingsbedriftene har over lang tid drevet med konsolidering og dette gjør at disse oppnår en betydelig markedsrett overfor selgerne. Eksempler på store matvarekjeder er Carrefour, Wall Mart, Lidl, Tesco og Marks & Spencers. Det er i dag ingen av disse kjedene som forholder seg til kun en enkelt leverandør.<sup>11</sup> Dette er trolig for å sikre mest mulig konkurranse, og gjør at større selskaper vanskeligere kan utnytte sin fordel i størrelse.

De fleste større oppdretterne har også en viss integrering med videreforedlingsbedrifter. Dette sikrer en viss trygghet i leveranser, men mange av selskapene opplever at man ikke klarer å oppnå de samme marginene i videreforedling som oppdrett. Synergieffektene av å drive med to av leddene i matvarekjeden er heller ikke åpenbare. Det er i hvert fall små eller ingen fordeler overfor konkurrentene av å være integrert nedstrøms.

---

<sup>11</sup> Foredrag ved Atle Eide, First Securities Fish Farming Seminar 2005, [www.first.no](http://www.first.no), weblink

### *Konklusjon:*

Kundene er konsoliderte og har stor markedsrett som gjør at prisene presses. Denne konsolideringen vil trolig fortsette ytterligere.

#### 3.1.4 Trussel fra substitutter

Et substitutt er i denne sammenhengen et produkt som er vesentlig forskjellig fra noe annet, men som kan gjøre samme nytten. Kaffe og te er substitutter, mens to typer te med forskjellig smak defineres som to varianter av samme produktet. Dersom det er lite som skiller substitutter fra hverandre vil dette medføre mindre spillerom i prissetting, fordi dette fører til høyere prissensitivitet hos kundene.

Oppdrettselskapene som driver med av laks/ørret konkurrerer i et svært konkurranseutsatt matmarked. Noe av problemene til oppdrettsnæringen ved århundreskiftet var at de undervurderte konkurransen fra andre typer kjøtt og fisk. Da oppdrettsnæringen startet opp var laks en relativt sjelden vare begrenset til fangst av villaks. At produktet var sjeldent gjorde at den fremvoksende næringen fikk gode priser i markedet. Samtidig tolket bransjen økt befolkningsvekst som garanti for at etterspørselen ville øke. Feilen var at laks var et produkt for de kjøpsterke og veksten i denne gruppen ikke var like rask som for verdens generelle befolkning. Den voldsomme økningen i produksjon utover 90-tallet førte til slutt til et overskuddstilbud, oppdretterne satt igjen med lagre som ble til slutt ble dumpet i markedet. Episoder med sykdom og rømming av laks gjorde også sitt til at noe av det kvalitetsstempelet som var på laksen forsvant. Disse faktorene gjorde at grunnlaget for den høye prisen ble borte og prisene falt mye raskere enn næringen hadde forventet.

I dag har bransjen erkjent at de konkurrerer i et råvaremarked, hvor prisene man oppnår også avhenger av prisene på en rekke substitutter. På grunn av økt fokus på et sunt kosthold er de nærmeste substituttene til laksen ulike former for hvitt kjøtt(fjærkre, gris) og annen fisk(hvit). Produksjonen av hvitt kjøtt har opplevd en sterk effektivisering og spesielt for fjærkre/kylling har dette medført økte markedsandeler. Konkurransen fra hvit fisk er tiltakende i og med at oppdrett av denne fisken øker kraftig, spesielt Kina har stor vekst innenfor denne sektoren. Til tross for næringens kostnadsfokus er fortsatt oppdrett av laks relativt dyrt og markedene for

produktet er fortsatt den kjøpesterke delen av befolkningen. Det blir derfor en utfordring for næringen å bygge opp rundt kvalitetsstempelen på laks og tilliten til bransjen for å styrke laksens anseelse og bygge opp under prisingen.

I tillegg til andre matvarer kan man snakke om en substitutteffekt mellom fersk og frossen laks. Noen oppdrettere er mer fokusert på salg av fersk fisk noe som spesielt kjenner seg ut som oppdrett i Norge, mens andre satser mer på frossen vare. I Chile er det for eksempel vanligst å selge frosne, beinfrie og oppskårne stykker direkte til detaljist. Denne substitutteffekten ble kraftig følt i Japan da fersk norsk laks priset seg ut på grunn av høy kronekurs, og chilensk frossenlaks tok over deler av markedet. Pan Fish driver for øyeblikket ikke i lav kostnads landet Chile og satser primært på salg av fersk fisk. Derfor er selskapet utsatt for denne substitutteffekten også.

#### *Konklusjon:*

Mange konkurrenter som jobber hardt for å vinne markedsandeler. Trusselen fra substitutter er sterk.

#### 3.1.5 Rivalisering mellom eksisterende bedrifter

Når vi ser på rivalisering ser vi på hvordan konkurranse innad i bransjen som reduserer marginene. Denne konkurransen avhenger av tre faktorer: konkurransestruktur, etterspørselsforhold og utgangsbarrierer.

#### Antall aktører/ konkurransestruktur

Oppdrettsnæringen er en næring med svært mange aktører. Det snakkes ofte om de fem store aktørene, Cermaq (Mainstream), Marine Harvest, Fjord Seafood, Lerøy og Pan Fish, men disse har bare rundt femti prosent av markedet, i laks og ørret. I tillegg har de små og mellomstore bedriftene vist seg å ha være like bra eller bedre på kostnadssiden enn sine store konkurrenter. Det er i dag ikke mulig å utøve markedsrett bare gjennom å være stor fordi man opererer i et råvaremarked med såpass homogene produkter. Bedriftene konkurrerer i mindre grad mot hverandre og i større grad mot kostnader, fordi prisene som oppnås i markedet er like. Derfor er nesten all ekspansjon i dag basert på oppnå skalafordeler gjennom effektivisering av prosesser. Bransjen kan sies å være relativt fragmentert, men er inne i en periode med konsolidering. Dette er typisk for en bransje som opplever en utflating av sin

generiske vekst. Bedrifter som ikke klarer å drive effektivt vil bli kjøpt opp eller legges ned. I Norge foreligger det lovgivning mot at aktørene skal bli for store. Kun femten prosent av konsesjonene får være på en og sammen eiers hånd. I andre land enn Norge ligger det derimot ikke slike hindringer i veien.

#### Grad av differensiering:

Dersom man klarer å gi produktet sitt andre kvaliteter enn konkurrentene man kunne oppnå en bedre pris enn konkurrentene. Stor grad av homogenitet medfører at konkurrenter stort sett vil møte de samme prisene i markedet.

Laks er en homogen råvare og de effektive markedene bestemmer til en hver tid prisen. Det er ikke rom for særlig differensiering innenfor service og kvalitet ettersom det allerede er svært høye krav til kvalitet, distribusjon og matsikkerhet for å i det hele tatt få delta i markedet. Dersom man ønsket å tilby bedre kvalitet eller service ville dette trolig gå på bekostning av kostnadsnivået.

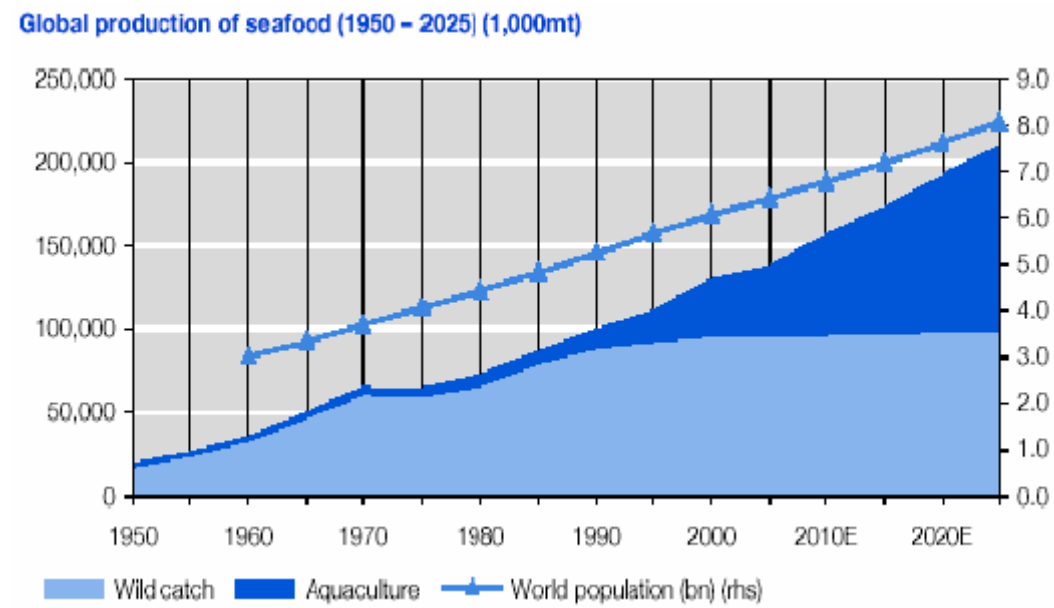
Den største differensieringen som skjer er valget mellom å selge fersk eller frossen vare. Frossen vare gir muligheter for billigere og lengre frakt til markedene, mens fersk vare krever større grad av effektivitet fra hav til kunde. Det er prissvingninger mellom disse to typene lakseproduktene. Evne til å skifte mellom disse produktene vil kunne gi fordeler gjennom å sørge for at man alltid får mest effektiv pris for laksen og dermed oppnå mindre risiko på inntektssiden. Det er antatt at den kostnadseffektive chilenske produksjonen som til nå har vært konsentrert om å selge frossen vare til det amerikanske markedet vil tilegne seg evnen til å vri om produksjon. Dermed vil man kunne endre produksjonen etter markedsprisene og eksempelvis selge fersk fisk til Europa dersom prisene tilsier at det er mest effektivt.

#### Etterspørselsforhold:

Økende etterspørsel fører til mulighet for ekspansjon uten at det er nødvendig å stjele markedsandeler fra andre konkurrenter og dette demper den interne konkurransen selskapene i mellom.

Det snakkes mye om potensialet til bransjen gjennom det The Economist betegner ”the blue revolution”<sup>12</sup>. Den går ut på at verdens befolkning stiger og den generelle etterspørselen etter mat derfor vil øke. Konvensjonell fangst av fisk i havet er begrenset til dagens nivå for å ikke overbeskatte ressursene, mens det innen oppdrett er store muligheter. Landbruk hadde sin ”green revolution” i forrige århundre, mens det nå ligger til rette for effektivisering av oppdrettsnæringen.

Figur 5



Som figur 5 viser flater konvensjonell fangst(wild catch) ut mens oppdrett(aquaculture) vokser i takt med befolkningsveksten. Det er trolig at veksten innen oppdrett hovedsakelig vil skje innenfor andre fiskesorter enn laks og ørret. Laks er et relativt dyr råvare å fremstille og produksjonen er begrenset av klima til visse geografiske områder. Etterspørselen er derfor mer avhengig av *økonomisk vekst* enn generell befolkningsvekst. Markedene har tradisjonelt vært den rikere del av verden, som Vesten(EU og Nord-Amerika), og Japan. Disse markedene er i dag relativt stabile. Veksten innenfor laksenæringen kommer hovedsakelig fra Russland og Øst-Europa som har en voksende del av befolkningen som har penger til å betale for kvalitet.<sup>13</sup> I dette markedet er det muligheter for vekst. Selv om denne vekstmuligheten eksisterer vil trolig en mulig effekt av å etablere seg tidlig bli visket ut av den store konkurransen både i matvareindustrien og laksebransjen.

<sup>12</sup> The Economist (August 2003), figur 5 er også hentet fra denne utgaven av bladet.

<sup>13</sup> Kilde er presentasjon av Helge Midtun, konsernsjef i Fjord Seafood ASA, holdt ved First Securities oppdrettsseminar i september 2004.



### Utgangsbarrierer:

Dette er en bransje som ikke har de store utgangsbarrierene ettersom det er et velfungerende annenhåndsmarked for konsesjoner. At bransjen er inne i en periode med konsolidering gjør det enda lettere å trekke seg ut fordi det er mange som ønsker å utvide driften for å oppnå stordriftsfordeler. Også investeringer i annet produksjonsutstyr og varelager burde derfor la seg realiseres uten særlig tap.

De største kostnadene er variable og knyttet til fôr, distribusjon og lønn. Høye faste kostnader er altså ikke et hinder.

### *Konklusjon:*

Homogene produkter og lite rom for differensiering gjør at det er stor konkurranse i markedet. Markedet er i dag i en slags kvantumslikevekt, det vil si at næringen i dag produserer en mengde fisk som er tilpasset etterspørselen slik at prisen man kan oppnå er forsvarlig i forhold til kostnader. Dermed blir fokuset i bransjen mer på å kutte egne kostnader enn å slå konkurrentene på pris. Det som kan gjøre at denne likevekten brister er at oppdretterne i sin iver etter å oppnå skalafordeler øker produksjonen for mye. Chile er det landet med klart lavest produksjonskostnader. Bedrifter som er tilstede i dette markedet kan produsere til lavere priser enn konkurrerende bedrifter som produserer i andre regioner. Dette vil øke konkurransen i næringen betraktelig de neste årene.

### 3.1.6 Risiko for nye aktører

Hva er sannsynligheten for at nye aktører skal komme inn og øke konkurransen i bransjen? Hvilke etableringshindringer finnes det?

Merkevarelojalitet: Laks er en råvare som det er vanskelig å identifisere noe merkeloyalitet til verken på selskaps eller regionnivå. Konkurranse og krav fra ulike myndigheter til råvaren har gjort at kvaliteten på fisken har blitt svært høy og relativ jevn over selskaper og regioner. Tidligere var norsk laks regnet for å holde spesielt høy kvalitet, men det virker ikke som at merkevaren står like sterk lenger. Norsk såkalt kvalitetslaks mistet blant annet mye markedsandeler i Japan da kronekursen var på sitt høyeste, noe som viser at det er lite elastisitet i markedet.

Absolutte kostnadsfordeler: Under dette punktet kommer det inn om eksisterende aktører sitter på fordeler som gjør at nye aktører ikke vil kunne nå opp i konkurransen. Eksempler kan være overlegen produksjonsteknikk, patenter, konsesjoner eller kontroll over innsatsfaktorer. Når det kommer til oppdrett er det mest nærliggende å se på konsesjoner og kontroll over innsatsfaktorer.

Det er lav vekst i antall konsesjoner som deles ut. Grunner til dette er miljøhensyn og ønske om en bærekraftig utvikling. Chile er det området som har størst potensiale for vekst, men opplevde i 2005 at veksten i produksjon ikke ble like høy som forventet, trolig fordi veksten i etterspørselen også var begrenset. Til tross for dette er det mulig å komme inn på markedet gjennom å kjøpe konsesjoner i annenhåndsmarkedet selv om næringens ønske om konsolidering har ført til større press på prisene.

Flere av de store selskapene har eierinteresser i fôrprodusenter eller er eid av fôrprodusenter. Dette utgjør ingen inngangsbarriere i seg selv i dag, men dersom fôr skulle bli knapp faktor vil muligens fôrprodusentene komme til å gi fordeler til sine tilknyttede selskaper. Noen av innsatsfaktorene som brukes i fiskefôret er i dag overbeskattet og dette kan altså bli en etableringsbarriere, men er det ikke på dags dato.

Skalafordeler: For enkelte bransjer er marginene på produksjon så små i forhold til det som det koster å etablere seg at man må opp i en viss skala for at det skal kunne lønne seg. Oppdrettsnæringen opplever i dag at små og mellomstore oppdrettere oppnår svært konkurransedyktige marginer. Det er ikke funnet noen positive skalafordeler på tvers av regioner, mens det er skalafordeler gjennom utvidet drift innenfor begrensede geografiske områder, såkalte ”clusters”<sup>14</sup>. Dette kan derfor ikke sees på som et hinder for nyetablering, men er et incentiv konsolidering innad i regioner.

### *Konklusjon:*

Oppdrettsbransjen har ikke betydelige etableringshindringer. I og med at priser er bestemt i markedet og at produktene er rimelig homogene kan det heller ikke sees at nyetableringer utgjøre en trussel mot dagens bransje.

---

<sup>14</sup> Foredrag ved Atle Eide, First Securities Fish Farming Seminar 2005, [www.first.no](http://www.first.no), weblink

### 3.1.7 Makroomgivelser

Porters 5-forces modellen blir kritisert<sup>15</sup> for å fokusere for mye på bransjeinterne faktorer som grunnlag for lønnsomhet og for lite på bedriftsinterne kvaliteter og påvirkning fra makromiljøet. At oppdrettsnæringen produserer og selger sine produkter over flere kontinenter gjør at den er særlig utsatt for makrofaktorer. Jeg har valgt å fokusere på tre faktorer som er spesielt viktig for fremtidig lønnsomhet:

Miljø: Veksten i mengden av oppdrettsfisk som produseres er ikke bare styrt av etterspørsel, men også av bærekraft i de områdene driften skjer.

Rømming av laks er en stor fare for de eksisterende villaksstammene. Utvanning av gener og spredning av sykdommer til villaksen vil gjøre denne utrydningstruet. Dette har ført til vern av mange områder med viktige villaksbestander.

I tillegg er næringen svært utsatt for sykdommer som følge av at laksen står så tett i merdene. Man har opplevd mange utbrudd av sykdommer som har hatt stor innvirkning både på lønnsomheten og miljø i havet rundt anleggene. Det ble tidligere brukt store mengder antibiotika, men i dag er det mye større kontroll av bruken av medisiner. Grunnen til dette er at man ikke ønsker at man skal utvikle sykdommer som er resistente mot medisinene.

Myndighetene og næringen har begge et stort fokus på å verne om miljøet. For næringen er det viktig å redusere rømming og dødelighet for å øke lønnsomhet, men det finnes også en indirekte effekt av bedret rykte i en matvareindustri siden det er stadig økende fokus på miljø og matsikkerhet. Her kommer det også inn testing av fisk for helsefarlig stoffer som finnes i vannet. Forurensing i vannet blir tatt opp i fiskekjøttet og det er strenge retningslinjer for hva som er god tatt av nivåer av ulike metaller og dioksiner. Dette har vært et aktuelt tema i det siste da Russland hevdet å ha funnet for høye verdier av miljøgifter i norsk laks. Dette er ikke funnet av andre lands myndigheter, men i kjølvannet av denne debatten kom det frem i norske aviser at amerikanske forskere hevdet at chilensk laks er sunnere enn laksen som stammer fra atlantehavet. Likevel ble den helsebringende effekten av å spise laks uansett hvilken region den stammer fra trukket frem. Uansett viser dette at bevaring av miljøet man er essensielt for oppdrettsnæringen.

---

<sup>15</sup> Modellen til Porter har møtt mye kritikk fra ulike hold siden den først ble utgitt. Min referanse til denne kritikken er gjennomgang av modellens begrensninger i faget Foretaksstrategi og etikk, STR210, ved Norges Handelshøyskole, høsten 2004.

Toll: Av de store produksjonsregionene er Norge mest utsatt for tollbarrierer. Norge har tidligere vært i søkelyset etter dumping anklager og i den senere tid på grunnlag av mer eller mindre velbegrunnede anklager om at fiskekjøttet inneholder ulovlige høye verdier av helsefarlige stoffer. Norsk laks møter i dag tollbarrierer både inn til EU, Russland og Nord-Amerika. For EU og USA dreier tollsatsene seg om en proteksjonistisk politikk. Importforbudet som Russland har lagt ned virker derimot å ha andre motiver da ingen andre nasjoner har klart å påvise de samme mengdene av helseskadelige stoffer som russiske myndigheter. Selskapers produksjon i ulike regioner gjør at man til en viss grad kommer rundt dette problemet fordi Chile, Canada og Skottland ikke er pålagt denne tollene.

Norge tar i WTO forhandlingene opp disse temaene, men det har enda ikke bidratt til utjevning av konkurranseforholdene. Så lenge Norge holder seg utenfor EU er det nok trolig at landet vil være utsatt for visse tollrestriksjoner. Hvordan tollbegrensninger vil påvirke næringen i fremtiden er vanskelig å spå, men for den norske næringen virker mulig oppside større en nedsiden.

Cyclicity: Aktørene innefor oppdrettsnæringen er klar over at de er i en svært syklisk bransje. Dette gjelder både for sesongsvingninger og mer langvarige konjunktursvingninger. Det er likevel nærliggende å tro at så kraftige svingninger som har vært opplevd det siste tiåret har vært en reaksjon på at bransjen har vært ung. Da prisene startet å falle kraftig i 2000 var dette å regne som en korreksjon av et kunstig høyt prisnivå. I dag er prisene nede på et mer rimelig nivå og det er derfor ikke sannsynlig at man vil oppleve like store svingninger i årene fremover. Dette avhenger selvfølgelig av at bransjen ikke vokser for fort slik at slik tilbudet kraftig overstiger etterspørselen.

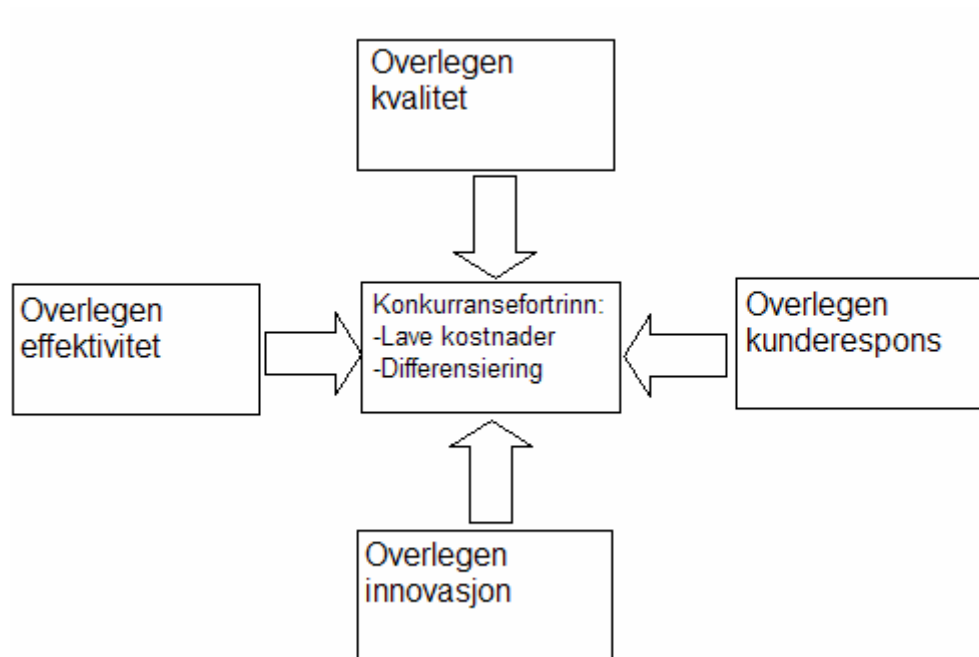
Det er likevel ventet at man vil oppleve svingninger i årene fremover. Derfor er det viktig at bransjen fortsetter å ha fokus på kostnadene sine. Dette vil gjøre at man vil kunne overleve midlertidige eller mer varige prisfall

## 3.2 Internanalyse

### 3.2.1 Teoripresentasjon<sup>16</sup>

Man kan si at det er to generiske strategier som selskaper følger. De prøver enten å ha lavere kostnader for samme produkt, eller differensiere seg fra konkurrentene og dermed oppnå høyere pris med moderate kostnader. Konkurransfordeler kan sies å være ressurser ved bedriften som gir mulighet å oppnå slike positive lønnsomhetsforskjeller i forhold til gjennomsnittet i bransjen. Det er bedriftens evne til å anvende sine ressurser strategisk som avgjør om man lykkes eller ikke. KIKK-modellen identifiserer fire områder ved driften som gir muligheter for å oppnå konkurransefordeler:

Figur 6 **KIKK-modellen**



Ved å identifisere ressurser innefor disse områdene og analysere anvendelsen og mulighetene for utnyttelse gjennom en SVIMA-analyse vil selskapets strategiske posisjon blir klarlagt. Dette vil gi bedre grunnlag for å vurdere selskapets fremtidige lønnsomhet. Videre følger forklaringer på KIKK og SVIMA.

**KIKK-** Kostnadsstruktur(effektivitet), Innovasjon, Kvalitet og Kunderespons

<sup>16</sup> Referanse for teori, figurer og modeller i internanalysen er utdelt materiale i faget Foretaksstrategi og etikk(STR210) holdt ved Norges Handelshøyskole høsten 2004.

-Kostnadsstruktur/effektivitet: Selskapet har lavere kostnad enn sine konkurrenter ved å produsere gitt mengde output. Dette oppnås gjennom effektiv bruk av innsatsfaktorer, produktive ansatte og tilpasset strategi, organisasjonsstruktur og kontrollmekanismer.

-Kvalitet: Produktet til selskapet har kvaliteter som er bedre enn konkurrentene. Dette medfører høyere betalingsvilje og/eller mindre feil og mangler som må rettes opp og dermed kostnader spart.

-Innovasjon: Selskapet evner å ligge foran sine konkurrenter på produktutvikling og/eller produksjonsprosesser. Oppnår en høyere pris gjennom unike produkter og/eller unike produksjonsprosessene reduserer enhetskostnadene.

-Kunderespons: I større grad oppfylle kundenes behov på og etter kjøpstidspunktet. De øvrige punktene kan være med på bidra til bedre kunderespons. Markedsføring kan være med på å endre kundenes behov i ønsket retning.

### **SVIMA – Sjelden, Varig, Ikke imiterbar, Mobilisert, Appropriert**

Disse betegnelse på ressursene til et selskap forteller oss i hvilken grad disse ressursene danner grunnlag for store, varige forskjeller i forhold til konkurrentene, om ressursen utnyttes og om fordelene vil tilflyte selskapet.

**Sjelden** – Om ressursen er spesiell for bedriften. Dette gir (forbigående) forskjeller.

**Verdifull** – Om ressursen gir grunnlag for store lønnsomhetsforskjeller. Dette gir grunnlag for store (forbigående) forskjeller.

**Ikke imiterbar** – Om ressursen ikke lar seg kopiere av konkurrentene slik at fortrinnet forsvinner. Gir store varige forskjeller.

**Mobilisert** – Om selskapet utnytter ressursen. Gir realiserte, store og varige konkurransefortrinn.

**Approprierbarhet** – Kommer som et tillegg til de øvrige. Om bedriften klarer å fange opp verdien eller om den tilflyter, leverandører, kunder etc.

### **3.2.2 KIKK-analyse**

Kostnadsstruktur/effektivitet: Pan Fish har som uttalt mål å være kostnadsledende i markedet. Som følge av den kraftige omstruktureringen de siste årene har nå bedriften fått en organisasjon som er slank og fokusert på målsetningen. Antall ansatte er halvert fra år 2000

og bedriften har konsentrert seg om kjernevirksomheten, som er verdikjeden fra stamfisk til slakt av laks. Bortsett fra Pan Fish France er selskapet i dag ikke aktive i oppstrøms og nedstrøms aktivitet, dette bidrar til fokuset internt på kostnadseffektivitet i verdikjeden.

Bedriften har i dag svært gode lokaliteter for oppdrett og søker å utvide driften i de områder der man allerede er aktiv og det er mulig å hente ut skalafordeler.

Pan Fish har to svært effektive slakterier i Canada og Norge som er strategisk plassert i nærheten av oppdrettsvirksomheten. På begge anleggene er den ledig kapasitet og dermed stort potensiale for kostnadsbesparelser gjennom skalafordeler. Anleggene kan også gjennomføre slakt for andre oppdrettere. I Norge vil disse skalafordelene være utnyttet innen få år. I Canada bygger man opp biomassen etter at angrep av fiske sykdommer i 2002 stoppet produksjonen helt. Her vil det antageligvis ta noen flere år for å oppnå full kapasitetsutnyttelse.

Selskapet har gjort strategiske valg som gjør at det skal bli selvforsynt med smolt. Man har sluttet med salg av smolt og kun opprettholdt driften på de smoltanleggene som gir best kvalitet. God kvalitet på smolt gir lavere dødelighet og dermed høyere realisert verdi av biomassen.

Innovasjon: Pan Fish har ingen egen forskning og utviklingsavdeling idag. Det har derimot vært snakk om en sammenslåing av selskaper deriblant med Cermaq som er ledende på området.

Kvalitet: Det er ikke noe uttalt mål om å bli ledende på kvalitet på fisken som selges. Selskapet er likevel dedikert til å overholde de svært høye krav til kvalitet og matsikkerhet i bransjen. Med så stor konkurranse er man nødt til å levere kvalitet for å i det hele tatt ta del i markedsplassen. Hurtige prosesser på slakteriene, blant annet på Herøy, gjør at man kan få fisken raskt på is og ut til kunden.

Kunderespons: Selskapet er nær det viktigste ferskvare markedet i verden, EU. Sammen med de effektive prosessene på slakteriene og selskapets størrelse gjør dette at man har muligheten til å raskt dekke store behov hos kundene. Det har vist seg at kundene i dag kjøper mindre kvanta fra flere leverandører slik at størrelsesfaktoren er mindre verdt, men effektive prosesser er bra for både kvalitet og leveringshastighet.

Identifiserte ressurser:

- Organisasjon – slank, fokusert.
- Slakterier – Stor kapasitet, strategisk plassert, raske prosesser
- Lokalteter – Klynger(clusters), nær samling av anlegg i gode områder

### **3.2.3 SVIMA-analyse**

Tabell 4

	Sjelden	Verdifull	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert
Organisasjon	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja
Slakterier	Nei	Ja	Nei	Nei	Ja
Lokaliteter	Nei	Ja	Nei	Ja/Nei	Ja

- Organisasjonen til Pan Fish er slankere og mer fokusert enn sine konkurrenter i samme størrelses orden, men det finnes mange mindre oppdrettere som også har slanke organisasjoner. Det er derimot ikke tvil om at i en så kostnadspresset næring at dette er verdifullt. Organisasjonsstruktur er imiterbar, men for at de andre store aktørene skal kunne komme ned på Pan Fish sitt nivå må det større omstillinger til og dette vil ta tid. Den lette organisasjonen bidrar allerede til kostnadsbesparelser som tilflyter bedriften.
- Slakteriene i næringen blir færre og større, men kan ikke sies å være sjeldne. Skalafordelene som vil kunne tilflyte bedriften ved full utnyttelse vil være svært verdifull. Slakteriene og prosessene vil kunne imiteres over tid. Bedriften utnytter i dag ikke potensialet fullt ut, men vil trolig kunne gjøre det innen noen år. Kostnadsbesparelsene vil tilflyte bedriften.
- Bedriften har gode strategiske klynger av oppdrettsanlegg både i Norge og Canada. Dette er verdifullt, men er de fleste aktørene ser fordelene av å operere på samme måte De som ikke allerede driver på den måten prøver å tilpasse seg, om enn ikke like kompromissløst som Pan Fish. Selskapet nyter godt av kostnadsbesparelsene allerede og da spesielt i Norge, men det er mer å hente ut ettersom man ønsker å bygge biomassen opp til 2001-nivå og dette vil gi skalafordeler for alle regioner.



### 3.3 Oppsummering strategisk analyse

Pan Fish er en råvareprodusent og leverer et produkt som er i konkurranse med alle de andre viktige proteinkildene som storfe, kylling, svin og annen fisk. Man møter sterke motparter både på leverandør og spesielt kundesiden. Næringen kan derfor beskrives som å være i nær perfekt konkurranse.

Næringen er inne i en konsolideringsfase noe som kjennetegner en næring som er på slutten av sin generiske vekst. For øyeblikket har man en slags kvantumslikevekt i markedet som gjør at prisene holder seg relativt høye i forhold til de siste fire, fem årene. Det er to sider ved konkurransesituasjonen som gjør at jeg tror at prisnivået ikke er mulig å opprettholde over tid. Det ene er at mange oppdrettere har vært tvunget til å redusere produksjonen sin på grunn av de dårlige tidene og nå ønsker man å komme tilbake til gammelt nivå. Dette vil føre til press på prisene på grunn av at tilbudet vokser raskere enn etterspørselen.

Det andre følger av generell mikroøkonomisk teori som sier at i markeder hvor konkurransen er perfekt vil pris konvergere mot marginalkostnad. For næringen vil dette trolig være et sted rundt seksten til atten kroner. Tollbarrierer og åpenbare helsefordeler med å spise fisk er blant grunnene til at man ikke kan beskrive situasjonen som å være helt perfekt konkurranse. Likevel mener jeg at det sterke tegn på at prisene skal kraftig ned. Hvor fort og hvor langt ned vil markedet styre selv med sin tilbudsvekst. Dersom mange av de store selskapene øker produksjonen sin kraftig på kort tid vil prisene kunne synke ned godt under 20 tallet\*. **På lengre sikt tror jeg en pris på mellom 20-22kr kiloet virker opprettholdbar og jeg antar at prisen vil konvergere mot dette nivået i løpet av en fem års periode.**

Pan Fish fremstår etter den nødvendige omstrukturering som et strømlinjeformet selskap, med effektive prosesser og en troverdig strategi for å oppnå kraftig reduserte kostnader om ikke kostnadslederskap. Selskapet har satt ambisiøse mål for kostnadsreduksjon i den nære fremtid, og er veldig åpne rundt det å vise hvordan selskapet presterer i forhold til målsettingen. Kostnadsreduksjoner virker oppnåelig for selskapet i og med at det har muligheter for å utnytte kapasiteten sin bedre både på oppdrett- og slakterisiden. Samtidig kan det være at selskapet har gitt seg selv for dårlig tid til å nå ønskede nivåer (innen 2007-2008 er selskapet uttalte målsetting). Dette sammen med at Russland har innført importforbud mot norsk laks gjør at jeg velger å være noe nøktern både til kostnadsnivå og tidsperspektiv. At selskapet et par år etter skjema vil kunne ligge i nærheten av sine mål er mer realistisk på kostnadssiden.

**Med dette utgangspunktet anslår jeg at selskapet vil kunne klare kostnader i overkant av 17 kroner pr kilo som et gjennomsnitt for hele selskapet med år 2010 som tidsperspektiv.**

Næringen har liten generisk vekst, men Pan Fish satser på å øke sin produksjon og omsetning av laks de nærmeste årene gjennom utnyttelse av ledig kapasitet i sine eksisterende anlegg. Spesielt i Canada vil oppbyggingen av biomassen etter sykdom medføre økt omsetning. Dette vil føre til økt tilbud i markedet, noe som selskapet må være forsiktig med for å ikke påvirke den skjøre tilbuds og etterspørselsbalansen og dermed redusere prisene. I tillegg vil Russlands importforbud føre til at man kanskje må ha en saktere oppbygging i Norge enn planlagt siden et viktig marked er lukket. Samtidig vil noe av Pan Fish sin planlagte vekst skje ved oppkjøp av eksisterende anlegg og dermed ikke vil påvirke det samlede tilbudet. **Tror selskapet vil øke omsetningen mye i 2006 men at veksten så vil flate ut mot 2010 og stabilisere seg rundt 100 tusen tonn mot dagens nivå på rundt 70.**

Det finnes flere faktorer som bidrar til at usikkerhet/volatilitet rundt både Pan Fish og næringen som sådan.

-Tollrestriksjoner spesielt på laks fra Norge legger begrensninger på salg. Det at selskapet driver produksjon og salg i flere regioner bidrar til å komme rundt noe av problemet. I tillegg har Russland som er den største vekstregionen for oppdrettslaks vist seg å være veldig utilregnelig. Likevel ser jeg på situasjonen rundt toll som å ha en større oppside enn nedside. Dette fordi det er tvilsomt at man vil stille seg i den posisjon at man igjen blir beskyldt for dumping og i tillegg er det muligheter for at WTO forhandlingene vil åpne opp markedene.

-Prisene har tradisjonelt vist seg å være svært sykliske, dette gjelder både innad i et år og på lengre sikt. Å ha lave kostnader er den eneste måten å gardere seg mot dette i dagens marked.

-Tilgangen på fôr er usikker på grunn av overbeskatning av den fisken som brukes i tilvirkningen av fiskefôr. Alternativt fiskefôr som er basert på andre innsatsfaktorer har ikke enda vist seg å være et godt nok substitutt. Dette problemet kan føre til økte priser på fôr(mindre fôr) eller mindreverdige fôrprodukter som gir fisk med dårligere kvaliteter enn i dag. Det er en reell problemstilling som næringen bekymrer seg for og derfor har høyt på agendaen. Trolig vil dette lede til at man kommer frem til løsninger som går an å leve med.

Sykdommer er også en av næringens største farer. Med jevne mellomrom har det dukket opp sykdommer som har lammet driften i ulike områder. Dette vil trolig skje flere ganger. Å drive oppdrett i flere regioner vil bidra til å redusere påvirkningen på selskapet av sykdomsutbrudd.

**Her er det snakk om bransjespesifikk risiko og dette skal ikke bakes inn i avkastningskravet fordi man kan kvitte seg med denne risikoen ved å holde en veldiversifisert portefølje.**

## 4.0 Teori verdsettelse<sup>17</sup>

### 4.1 Generelt

Verdsettelse av et selskap er ingen eksakt vitenskap. Verdien av et selskap avhenger av den verdiskapningen som selskapet vil klare å oppnå i fremtiden, noe ingen kan tallfeste med sikkerhet. Derfor vil all verdsettelse bare være et estimat på verdien. Vil videre gi en teoribeskrivelse av ulike verdsettelsesteknikker og begrunne mine valg av teknikker for å verdsette Pan Fish.

Det finnes tre hovedteknikker for verdsettelse:

**Fundamental:** Helhetlig vurdering av selskapets evne til å kunne skape økonomiske verdier fra sine ressurser over tid, og som gjennom neddiskontering gir oss en nåverdi av selskapet.

**Komparativ:** Sammenligning av nøkkelverdier med tilsvarende selskaper eller prising av aktiva i effektive markeder.

**Opsjonsbasert:** Her tar man utgangspunkt i en fundamental verdsetting, men verdivurderer også selskapets særlige fleksibilitet i drift og finansiering gjennom opsjonsprising.

Disse verdsettelsesteknikkene er ikke gjensidig utelukkende, men fungerer som supplement til hverandre. Hvilken teknikk som passer best for et gitt selskap avhenger av

- fase i livssyklus:
- om selskapet er forventet å fortsette drift
- bransje

Fase: Et av de viktigste hjelpemidlene for å estimere fremtidig verdiskapning er å se på historiske data. Disse gir oss et holdepunkt for hvor selskapet er i dag og gjennom strategisk analyse vil vi være i stand til å estimere utviklingsbanene. Dette er et argument for at det i de tidlige fasene i en bedrifts liv bør benyttes komparativ eller opsjonsbasert verdsettelse fordi veldig mye av verdien i selskapet er knyttet til et uforløst potensiale som det knytter seg stor usikkerhet til. Derfor vil det gi et riktigere bilde å sammenligne med andre bedrifter i bransjen som har oppnådd mer stabil drift(komparativ verdsettelse) eller å verdsette bedriftens

---

<sup>17</sup> Verdsettelsesdelen er basert på forelesningsnotater og lærebøker i fagene, Corporate Finance(FIE402E), Investments(FIE400E) , Kapitalforvaltning(FIE 426) og Regnskapsanalyse og verdsettelse(BUS425). Spesifikke referanser i teksten er nevnt i fotnoter, mens resten er nevnt i appendix.

muligheter potensialet separat gjennom realopsjonsprising. Når man nærmer seg mer stabil drift vil fundamental verdsettelse bli den gjennomgående metoden fordi man da kan støtte seg til historiske data.

Fortsatt drift: Spørsmålet rundt fortsatt drift er en forlengelse av det å se på fase i livssyklusen. Ved slutten av en bedrifts levetid når det er overveiende sannsynlig at den vil bli avvirket vil det være riktig å bruke en substansverdimetode som er en variant av komparativ analyse og som vurderer verdien av selskapet til markedsverdien av eiendelene separat fratrukket gjeld.

Bransje: Det finnes også spesielle bransjer der det kan være mer praktisk å vurdere verdien ved hjelp av substansverdi metoden, eksempler kan være shipping eller eiendomsselskaper som har det meste av sin verdi knyttet til den verdi deres ulike fysiske eiendeler klarer å skape og denne verdien er godt avspeilet i en salgs/markedsverdi.

I de tilfelle som fundamental verdsetting blir brukt vil komparativ og opsjonsbasert verdsetting fungere godt som supplement. Vil videre gå nærmere inn på teorien rundt de ulike hovedteknikkene.

## **4.2 Fundamental verdsettelse**

Er den teoretisk riktige verdsettelses metoden fordi den ser på den verdiskapningen som selskapet forventes å oppnå på grunnlag av sine ressurser og akitva. Finnes flere metoder for å gjennomføre en fundamental verdsettelse, men jeg har i denne oppgaven valgt å konsentrere meg om nediskontert kontantstrømsmetode. Her finner man verdien av et selskap gjennom å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til evig tid. Dette gjøres ved gjennom formelen:

$$\text{Nåverdi} = \sum_{t=1}^{\infty} (\text{Fri kontantstrøm} / (1 + \text{avkastningskrav})^t)$$

Forklaring på symboler og betegnelser:

$\infty$  = uendelig, i referanse til evig kontantstrøm.

$\Sigma$  = summeringstegn, summerer i denne sammenheng samtlige kontantstrømmer fra perioden angitt ved foten(for eksempel t=1 som angir periode 1) til perioden angitt ved hodet, her  $\infty$ .

$\Delta$  = endring, i oppsettet under angir det endring fra et år til det neste.

EBIT = earnings before interest and tax. Gir oss resultatet før myndigheter og gjeldseiere skal ha sin del.

$T_c = T$  står for skattesats, mens  $c$ (company) angir at det er selskapets spesifikke skatt det er snakk om.

Arbeidskapital = midler som er bundet opp av driften og som derfor ikke kan betales ut til investorer. Dette kan være seg fordringer på kunder, eller kontanter som holdes i selskapet for å klare kortsiktig utgifter til lønn og innsatsfaktorer.

Kapitalutgifter = Periodens investeringer i varige eiendeler.

Minoritet = Når selskap A eier mer enn femti prosent i selskap B blir dette selskapet konsolidert inn selskap A sin balanse og resultater. Dersom selskap A ikke eier hele selskap B vil dette si at en del av konsernets resultat skal tilfalle de resterende eierne av B og dette må derfor trekkes ut. Det vil også spesifiseres i balansen den andelen av egenkapitalen som ikke holdes av selskap A sine eiere.

Nåverdien kan sies å avhenge av disse fire faktorer:

#### 4.2.1 Kontantstrømmen<sup>18</sup>

EBIT \* (1 –  $T_c$ )

+ Avskrivninger

- $\Delta$  Arbeidskapital( $\Delta$ OpWC)

$\Delta$ (Omløpsmidler - Ikke rentebærende gjeld)

-Kapitalutgifter(Capex)

$\Delta$  Anleggsmidler – Avskrivninger

= **Fri kontantstrøm til totalkapitalen(FKT)**

- Minoritetens andel av resultatet

- Netto finanskostnader

+  $\Delta$  Gjeld

= **Fri kontantstrøm til egenkapitalen(FKE)**

Den frie kontantstrømmen til totalkapitalen forteller oss om selskapet egentlige sum av inntekter og utbetalinger knyttet til driften i løpet av et år. Jeg skriver utbetalinger for å understreke poenget om at en kontantstrøm forteller om faktiske inn og utbetalinger og ikke innbefatter periodiserte kostnader(avskrivninger) på annen måte enn som skattereduserende

---

<sup>18</sup> Oppsettet er hentet fra forelesningsnotater i faget Corporate Finance(FIE402E) ved Norges Handelshøyskole høsten 2005. Foreleser professor Thore Johnsen.

faktor.  $EBIT \cdot (1 - T_c)$  forteller oss om resultatet fra driften etter skatt. Her er det viktig å vite at å skrive EBIT er noe misvisende fordi EBIT kun innbefatter resultatet fra selve driften, mens også andre inntekter og utbetalinger som ikke stammer fra finansieringen skal tas med. Typiske eksempler er renteinntekter og inntekter fra tilknyttede virksomhet. Det som ikke skal tas med ved beregning av FKT er renter på gjeld. Dette er fordi at det man er ute etter er en ren sum på hva selskapet sitter igjen med før man betaler tilbake til dem som har finansiert driften det være seg egenkapitalinnskyttere, minoritetsinteressenter eller långivere.

Kapitalutgifter er summen av kjøp og salg av anleggsmidler i løpet av året og kan beregnes ved å se på endringen i anleggsmidler fra i fjor til i år og samtidig legge til avskrivninger og eventuelle nedskrivninger. Dette trekkes fra driftskontantstrømmen fordi penger som investeres i fysiske eiendeler ikke fritt kan deles ut til investorer og långivere. For et selskap i stabil drift som ikke har planer om skalering av driften er det å forvente at man over tid vil ha kapitalutgifter som forsvarer verdien på anleggsmidlene. Dette vil si at man vil ha kapitalutgifter som står i stil med anleggsmidlenes økonomiske levetid og som regel gir avskrivninger et godt bilde på dette. Et forbehold er at den gjennomsnittlige alderen på anleggsmidlene er på et nivå som er rimelig, det vil si at det ikke er spesielt mange nyervervelser (som vil gi unormalt høye avskrivninger de første årene) eller en stor andel anleggsmidler som snart må skiftes ut (verdien på anleggsmidlene er lavere enn det man vil forvente over tid).

Arbeidskapitalen består av omløpsmidler minus ikke rentebærende gjeld. Dette er midler som bedriften sitter på for å klare sine kortsiktige forpliktelser for eksempel utgifter til lønn eller leverandører, eller varer for å klare leveranser. Det som også spiller inn er forholdet mellom tidspunkt for når selskapet får inn sine fordringer og når man må betale sin egen kortsiktige driftsrelaterte gjeld. Får man inn penger samtidig som salget skjer mens betalinger av leverandører skjer i måneden etter medfører dette at man kan ha et lavere nivå på arbeidskapitalen. Det som man ser på i en kontantstrømanalyse er om nivået har endret seg inneværende periode og dermed bundet opp noe av det som ellers ville tilfalt de ulike eierne av totalkapitalen.

Eksempler på årsaker til vesentlige endringer i arbeidskapitalen kan være skalering av driften, eller at markedssituasjonen endre seg slik at man blir mer eller mindre i stand til å vurdere behovet for, for eksempel, varelager. Et høyt nivå på arbeidskapital ansees som et onde siden midlene som er bundet opp i utgangspunktet ikke gir noen direkte avkastning. Det største

grepet som er gjort de siste tjue årene for å redusere en bedrifts arbeidskapital er systemet hvor man får levert innsatsfaktorene sine når man trenger dem og på bakgrunn av at det finnes en kunde på andre enden av produksjonen. Dette reduserer lagerbehovet og frigjør kapital.

#### 4.2.2 Vekst

Hvor fort disse kontantstrømmene vokser. Veksten vil bli innberegnet i selskapets kontantstrømmer, men har også en annen implikasjon. Det er rimelig å anta at et selskap ikke kan vokse raskere enn markedet eller bransjen over tid. Økt konkurranse vil raskt fjerne muligheten til å oppleve vekst og uforholdsmessige marginer. Det er derfor uunngåelig at et selskap vil oppleve stagnasjon i vekst og normalisering av inntekter over tid. Den forventede veksten etter normalisering vil komme inn i formelen i et horisontleddet nærmere forklart under.

#### 4.2.3 Modning

Hvor lenge det tar før selskapets kontantstrømmer normaliserer seg og hvilket nivå som ansees mulig å opprettholde over tid. Normalt sett regner man med at dette vil skje innenfor fem til ti år. Dette har den praktiske betydningen at man kan redusere alle leddene etter at man antar at det vil finne sted en normalisering ned til et såkalt horisontledd. Fordi man uansett vil få problemer med å lage presise estimater etter noen få år er dette akseptert som en god forenkling av metoden. Det stiller desto strengere krav til at man er nøyaktig når man beregner sin antagelse om hva som vil være normalt siden store deler av selskapets verdi avhenger av perioden etter normalisering inntreffer. I følge Copeland et al<sup>19</sup> tilskriver 79% av et selskaps verdi fra horisontverdien når estimeringsperioden er fem år.

#### 4.2.4 Avkastningskravet

Den avkastningen man krever fra sine investeringer avhenger av risikoen som er knyttet til dem og avkastning fra alternative investeringer.

Dersom man velger å bruke egenkapital som vurderingsnivå finner man kravet til avkastning gjennom CAPM<sup>20</sup> modellen ut i fra formelen:  $ekk = R_f + \beta*(R_m - R_f) + \text{illikviditetspremie}$

Formelen blir forklart under:

---

<sup>19</sup> Copeland, Koller og Murrin(1996) "Valuation. Measuring and managing the value of companies"

<sup>20</sup> CAPM eller capital asset pricing model er et ledd i moderne porteføljeteori og gjengis i en rekke bøker i finansiell teori blant annet "Corporate finance" av Brealey, Myers og Allen.



Ekk = egenkapitalkravet

R<sub>f</sub>, risikofri rente(R står for rentabilitet eller avkastning, mens f betegner at renten er risikofri)

Den risikofrie renten er avkastningen man krever når det ikke eksisterer noen fare for at den man låner pengene til vil være i stand til å betale tilbake det han skylder. Hva kan så klassifiseres som en risikofri plassering? Ingen plassering er helt fri for risiko, men risikoen er forsvinnende liten når man gir fra seg pengene til en statsbank med et godt rykte og god økonomi. Derfor brukes som oftest renten på kortsiktige innskudd i statsbanker som grunnlag for den risikofrie renten. Den mest benyttede av disse er LIBOR som er London Interbank Offered Rate, mens det norske motstykket kalles NIBOR. Når man benytter seg av den risikofrie renten i CAPM er det med utgangspunkt i en kort investeringshorisont. I en fundamental verdsettelse ser man derimot på en evig kontantstrøm. Dette gjør at vi må gjøre en avveining mellom å velge en rente som er så fri for likviditetspremier som mulig, men som samtidig tar høyde for en mer langsiktig renteforventning. Det er som regel et stort skille mellom de korteste og lengste statsrentene. Dette gjør at man må gjøre et bevisst valg når man velger. For eksempel er renten ved årsskiftet på en et-årig statsobligasjon(ST1X) på 2,44%, mens for en fem-årig(ST5X) er renten 3,47%<sup>21</sup>. Det sier seg selv at valget vil få stor betydningen for den neddiskonterte verdien.

β: markedsrisiko eller systematisk risiko. βen til et selskap forteller i hvor stor grad selskapet påvirkes av risikoen som er felles for markedet. Positiv β tilsvarer at man svinger i takt med markedets konjunktursvingninger, mens negativ β forteller oss at man reagerer motsatt.

β = 1 betyr at man svinger helt likt med markedet, mens -1 betyr at man svinger perfekt motsatt. β er altså et forholdstall som forteller hvordan avkastningen til et selskap svinger, eller mer riktig har svingt, i forhold til markedets svingninger. Formelen for dette er:

$$\beta_{\text{selskap}} = \text{samvariasjon med markedet} / \text{variansen til markedet} = \sigma_{\text{selskap, markedet}} / \sigma_{\text{markedet}}$$

σ er et symbol som står for variasjon.

For å beregne β er det vanlig å se på selskapets historiske aksjeavkastning i forhold til en markedsindeks. Dette kan medføre at unormale hendelser som ikke antas å skje i selskapets fremtid kan påvirke beregning. Derfor er det en vanlig metode å normalisere beregnet β ved å bruke formelen.  $\beta = \beta_{\text{bestimert}} * 2/3 + \beta_{\text{markedet}} * 1/3$ .

---

<sup>21</sup> Rentetallene er hentet fra Dagens Næringsliv, [www.dn.no/finans/renter/](http://www.dn.no/finans/renter/)

$\beta$  vil uansett bare være en estimering basert på historie og vil ikke ta høyde for endringer som vil gjøre et selskap mer eller mindre korrelert med markedet i fremtiden. De fleste finansaviser opplyser om en  $\beta$  for børsnoterte selskaper basert på markedet siste tolv måneder.

#### $R_m - R_f$ eller markedspremien(MP):

-Notasjonen m står for at det markedets avkastning/rentabilitet(R)

MP den avkastningen man kan forvente å få(på bakgrunn av historiske data) i tillegg til risikofri rente dersom man holder en markedsindeks. Dersom man skal gjøre investeringer annet enn å holde indeks må man sørge for at disse gir minst like god avkastning for samme risiko(nøytral investor).  $R_m$  er den forventningen man har til markedets avkastning. Denne forventningen baserer seg utelukkende på historiske data for relevant indeks. For Pan Fish vil dette være OBX, siden aksjen handles på Oslo Børs.

Siden man benytter seg av historiske data for å beregne forventnings verdi for avkastningen i fremtiden er det viktig at man bruker data som strekker seg langt nok tilbake i tid. Dersom man ikke gjør det vil man kunne legge for stor vekt til midlertidig svingninger i markedet. Den risikofrie renten som brukes for å finne markedspremien er ikke den samme som vi brukte tidligere i formelen. For å finne gjennomsnittlig historisk markedspremie må man nemlig sammenstille tidligere perioders markedsavkastning med tilsvarende periodes risikofrie rente. Etter man har funnet  $R_m$  og  $R_f$  for en periode man mener er tilstrekkelig lang sitter man igjen med en tidsserie med markedspremier. Det er da mest korrekt å bruke et geometrisk gjennomsnitt av disse i sine videre beregninger siden dette gjennomsnittet gir en riktig behandlingen av avkastning på avkastning(renters rente).

#### Illikviditetspremie:

Denne kan beregnes ved hjelp av Standard & Poors indeks for konkurssansynlighet. All økt risiko gjør at investorer krever mer avkastning. En sannsynlighet for konkurs eksisterer for ethvert selskap i større eller mindre grad. Ved hjelp av analyse av en del forholdstall finner man frem til en rating for selskapet. Denne ratingen angir sannsynligheten for at bedriften kommer til å gå konkurs i løpet av kommende tolv måneder. Denne sannsynligheten fungerer også som et prosent påslag til egenkapitalens avkastningskrav. Under følger en tabell som viser hvordan et selskap rating tilsvarer investeringstrygghet(kvalitet), antall bedrifter i prosent som har de ulike ratingene, og sannsynlighet for konkurs. Selskaper som har en god rating opplever billigere finansieringstilbud da det er liten sannsynlighet for mislighold.

Ratingen BBB er den vanligste i markedet, mens D tilsvarer at man mer eller mindre allerede er konkurs. Denne ratingen hadde Pan Fish da selskapet hadde det som vanskeligst.

Tabell 5<sup>22</sup>

Rating klasse	Kvalitet	Fordeling av bedrifter(%)	Konkurssannsynlighet(%)
AAA	Investment grade	1,9	0,01
AA		7,0	0,12
A		21,8	0,24
<b>BBB</b>	<b>Speculative</b>	<b>28,2</b>	<b>0,37</b>
BB		21,0	1,36
B		18,3	6,08
CCC		1,7	30,85
CC		0,15	54,18
C		0,15	77,52
D	Default		99,99

### Wacc

Det finnes to måter å finansiere et selskap. Ved at investorer skyter inn kapital mot å få eierandeler/aksjer, eller ved låneopptak der utlånerne får en avkastning for den ulempen og risikoen det er at andre disponerer utlåners penger. Jeg har overfor vist hvordan man beregner investorenes avkastningskrav, men når man gjør en analyse basert på verdiskapningen til hele selskapet, altså totalkapitalen, må man også ta med krav fra gjeldseiere. Dermed blir det også nødvendig å vekte kravet etter hvor stor andel av totalkapitalen som er egenkapital og hvor mye som er gjeld. Dette gir oss formelen weighted average cost of capital(WACC)<sup>23</sup> som er avkastningskravet til totalkapitalen. Formelen kunne også inneholdt ledd for krav til avkastning fra minoritetsinteresser, men jeg velger i denne oppgaven å ta med minoritetsinteressene i kravet til egenkapitalen.

$$WACC = e_kk * E / (E + G) + R_g * (1 - T_c) * G / (E + G)$$

<sup>22</sup> Tabellen er hentet fra forelesningsnotater i Regnskapsanalyse og verdsettelse(BUS425), men er utarbeidet Standard & Poors

<sup>23</sup> Formelen for wacc går igjen i mange lærebøker i finans, men jeg har basert meg på gjengivelse av teorien i boken "Corporate Finance" Brealey, Myers og Allen og "Investments" av Bodie, Kane og Marcus.

E = markedsverdien til egenkapital.

Dette er jo den vi til syvende å sist ønsker å finne når man gjennomfører en verdsettelse, så det er litt rart at man må benytte seg av denne for å beregne wacc. Utgangspunktet for oppgaven er jo å finne den teoretisk riktige verdien av selskapet og dersom denne viser seg å avvike fra børsverdi vil dette medføre at wacc også er beregnet på feil grunnlag. Børskurs vil likevel fungere bra som et utgangspunkt, og når man har kommet med et eget estimat på verdien som man mener er mer riktig så kan man sette dette inn i wacc. Dette medfører et nytt estimat på teoretisk verdi som må settes inn for markedsverdien på egenkapitalen. Når denne prosessen gjentas vil man oppleve at markedsverdien, konvergerer mot en verdi som vil være den teoretisk riktige prisingen av selskapet.

G = markedsverdien til gjeld, som regel pålydende/balanseført verdi om ikke spesielle betingelser er gitt.

R<sub>g</sub> = gjeldskrav, den rentabiliteten som gjeldseierne krever for å låne ut pengene sine. Notasjonen g står for at det er snakk om rentabiliteten til **g**jeld. Kravet avhenger av hvor sikker utlåner er på å få tilbake pengene sine og generelt rentenivå.

T<sub>c</sub> = Selskapets skattesats. Gjeld gir lettelse i skatt gjennom at rentekostnader reduserer skattbart resultat. Norsk skattesats er 28%.

#### 4.2.5 Valg av vurderingsnivå

Valg av hvilket vurderingsnivå man skal velge er også viktig. Vi ønsker å finne verdien av egenkapitalen (VEK) til selskapet siden det er dette som reflekteres i børskurs. Det vil si hvor mye av fremtidig verdiskapning som vil tilfalle investorene. Denne kan vi finne ved å prøve å beregne verdien av EK direkte gjennom neddiskontering av FKE. Alternativt kan man se på verdiskapningen til total kapitalen gjennom FKT og deretter trekke ut verdien av gjeld og minoritetsinteresser.

$$VEK = \sum (FKE_t / ekk_t)$$

$$VEK = \sum (FKT_t / wacc_t) - \text{Verdi Gjeld} - \text{Verdi Minoritetsinteresser}$$

I utgangspunktet virker det gjerne mer praktisk å verdsette EK direkte, men det som taler i mot bruk av egenkapitalmetoden er at vi ikke vet om bedriften kommer til å endre

sammensetningen av gjeld og egenkapital i fremtiden og dermed implisitt forandre ekk. For dersom man finansierer driften delvis ved gjeld gjør dette at eierne av egenkapitalen(aksjonærene) må kreve høyere avkastning for sine penger for å kompensere for den økte risikoen dette medfører. Endrer man sammensetningen av gjeld vil dette altså være med på å endre avkastningskravet til EK. Denne usikkerheten rundt diskonteringsfaktoren er med på å gjøre egenkapitalmetoden mindre presis.

Ved bruk av total kapitalmetoden går det an å unngå dette problemet. Miller-Modiglianis<sup>24</sup> proposisjon 1 og 2 sier at det er uinteressant for den totale kapitalkostnad(wacc) hvordan bedriften er finansiert fordi selv om endring i gearing(mer/mindre gjeld) gir endring ekk vil denne effekten bli perfekt oppveiet av endringen i forholdet mellom EK og Gjeld i wacc formelen. Dette er under forutsetning om at  $R_g(1-T_c)$  er konstant noe som bare er tilfelle under perfekte markedsforhold hvor skattesatser er like over landegrenser og både selskaper og enkeltpersoner kan låne til samme rente. Dette forutsettes i Miller-Modiglianis tankegang og er altså ikke helt samsvarende med den virkelige verden. Forutsetter videre i oppgaven at Miller-Modiglianis forutsetninger om en nøytral investering og finansierings verden eksisterer.

## **4.3 Komparativ verdsettelse**

To metoder:

### **4.3.1 Multiplikatormodellen(direkte metode)**

Her ønsker vi å se på hvordan ulike sider ved komparative bedrifter reflekteres i deres pris. Man identifiserer forholdstall som vurderer selskapenes verdi i forhold til en basis. Denne basisen kan være bokverdi av egenkapital(B), fortjeneste(F), salg/omsetning(S) eller andre passende størrelse. Ulike selskaper har ulike verdidrivere og hvilken basis som passer best kan variere fra selskap til selskap.

Deretter identifiseres selskaper som er komparative, det vil si som regel si børsnoterte selskaper i samme bransje. Multiplikatoren(**m**) finnes så ved å ta gjennomsnittet eller medianen av forholdstallene til utvalget. Dersom man ser at noen av selskapene er mindre

---

<sup>24</sup> Miller og Modiglianis proposisjon 1 og 2 er gjennomgått i boken "Corporate Finance" av Brealey, Myers og Allen

komparative enn kan det være aktuelt å trekke disse ut fra utvalget for så å beregne enda multiplikator.

Multiplikator formelen er  $m = (\Sigma(P/Basis))/n$

Der n er antall selskap. Eventuelt dersom utvalget er stort nok kan man bruke medianen.

Når man har funnet multiplikatoren finner man teoretisk riktig pris(P) på selskapet ved å snu formelen:  $P = m * Basisen\ til\ selskapet.$

Et svært forenklet eksempel er dersom vi har to selskap i samme bransje med lik kapitalstruktur. Det selskapet som vi ønsker å finne verdien på har  $B_1 = 50$ , mens det selskapet som det sammenlignes med har  $B_2 = 100$  og handles for  $P_2 = 200$  på børs.

Da blir  $m = P_2/B_2 = 200/100 = 2$ , og verdien av selskapet vi verdsetter  $P_1 = m * B_1 = 2 * 50 = 100$ .

Fordi multiplikatormodellen er mye enklere og mindre tidkrevende enn å gå veien om en fundamentalanalyse er den mye brukt i praksis, men den gir ingen teoretisk riktig verdi. Problemstillingen rundt at det finnes få virkelig komparative bedrifter gjør at verdien som man kommer frem til på det beste vil være en tilnærming til teoretisk riktig pris.

#### 4.3.2 Substansverdimodellen(indirekte metode)

Verdien av selskapet vurderes her ut i fra markeds/salgsværdi på selskapets eiendeler fratrukket gjeld. Vurdering av selskap etter denne metoden er aktuelt når det er overveiende sannsynlig at selskapet vil bli nedlagt, eller når det eksisterer et effektivt marked for selskapets eiendeler.

Noen selskapers verdi blir godt avbildet av markeds-/salgsværdien av sine eiendeler fordi disse omsettes i et likvid marked og prisen avspeiler den forventete verdiskapningen til eiendelene. Dette vil for et shippingselskap tilsi at prisen de kan få for skipene sine er tett opp til det skipene er forventet å generere av inntekter. Derfor vil metoden i dette tilfelle være en svært god tilnærming. I andre bransjer er verdiskapningen vanskeligere å identifisere på denne måten, enten fordi den er menneskeskapt eller fordi eiendelene er lite omsatt. Et annet eksempel på bransje hvor denne metoden passer godt er eiendomsbransjen.

Når et selskap trolig vil bli nedlagt er det også riktig å bruke denne metoden selv om det ikke eksisterer effektive markeder for eiendelen. Dette er fordi verdien i dette tilfellet ikke skal gjenspeile fremtidig verdiskapning.

#### **4.4 Opsjonsbasert verdsettelse**

Grunnleggende sagt er en opsjon en rett, men ikke en plikt. Den gir muligheten til å investere eller selge på et gitt tidspunkt i fremtiden til gitt pris. Opsjoner hvor avgjørelsen kan tas når som helst innen et gitt tidsrom kalles amerikanske opsjoner. Motstykket er en europeisk opsjon hvor avgjørelsen kun kan tas ved et bestemt tidspunkt i fremtiden.

Det finnes to typer opsjoner: finansielle- og realopsjoner.

Ved finansielle opsjoner betaler man for muligheten til å vente og se hvordan et underliggende indekstert aktivum endrer seg i verdi i forhold til en avtalt verdi. Dersom endringen er fordelaktig vil man velge å løse inn opsjonen, dersom ikke vil verdien av opsjonen bære null. For ikke finansielle institusjoner er slike finansielle opsjoner som regel knyttet til sikring av driften, eller man bruker dem som incentiv for ledelsen til å oppnå gode resultater.

Realopsjoner er derimot er knyttet til muligheten til å investere i eller selge noe man har rettigheter til som vil få direkte innvirkning på selve verdiskapningen. Ethvert selskap sitter på realopsjoner i større eller mindre grad. Definisjonen på realopsjoner må også sies å være noe bredere enn for finansielle opsjoner. En finansiell opsjon er en kontrakt mellom to parter med bestemte rammer, mens en realopsjon er fleksibilitet til å gjøre operasjonelle endringer uten at det nødvendigvis har skjedd en kontraktsinngåelse i forkant. Likheten er at det på et tidspunkt må tas en avgjørelse om å investere eller ikke, eventuelt trappe ned, der konsekvensene av valget ikke er kjent på forhånd.

Et enkelt eksempel kan være et oppdrettsselskap som har muligheten til å utvide driften sin gjennom å kjøpe flere konsesjoner. Om dette vil lønne seg avhenger av prisen på laks i fremtiden og om man vil kunne omsette det økte kvantumet. Dette er usikre faktorer som man ikke kan vite noe om med sikkerhet når avgjørelsen tas. Alternativt kan selskapet vente og se om hvordan prisen på produktet utvikler seg med den risikoen at man går glipp av økt omsetning og/eller at prisen på konsesjonene endrer seg. Verdien av muligheten til utvide driften blir beregnet gjennom å finne nåverdien til forventningene til økt inntjening kontra kostnadene ved utvidelsen.

Opsjonsverdsettelse kommer ofte som tillegg til fundamental verdsettelse:

$VEK = \text{Statisk verdi} + \text{opsjoner knyttet til driften}$

Statisk verdi er verdien på selskapet som ikke stammer fra fremtidige vekst muligheter.

I tidlige faser av driften er ofte store deler av verdien knyttet til utvidelses muligheter og en slik delt verdsettelse kan gi en god tilnærming til verdien. Noe av faren ved bruk av denne metoden er at man kan komme til å verdsette sider ved driften to ganger.

#### **4.5 Valg av metode for verdsettelse av Pan Fish**

Pan Fish er i en fase der veksten til selskapet er ventet å avta i løpet av få år. Fokuset er på kostnader og omsetningsøkning er kun planlagt for å kunne utnytte skalafordeler i den eksisterende driften. Derfor er det sannsynlig at bedriften innen få år vil gå inn i moden fase med stabil normalisert vekst. Derfor finner jeg det naturlig å ha hovedfokus på en fundamental verdsettelsesmetode. Kommer til å se avkastning på total kapital, da det da er stabil diskonteringsrate over hele investeringsperioden. Dette gjør at jeg videre vil arbeide med å finne frem til komponentene i formelen:

$$VTK_0 = \text{Verdi av total kapitalen} = \sum_{t=1}^{T-x} (FKT / (1 + wacc)^x) + FKT_{x+1} / (wacc_x - g_x)$$

$$VEK_0 = VTK_0 - VGjeld_0 - VMI_0$$

X = er året man anser at normalisering vil ha inntruffet

VGjeld = verdi av selskapets gjeld. Vil bruke balanseført verdi gjeld som virkelig verdi. Dette er rimelig siden selskapet ikke lenger har noen konvertibel gjeld, noe som kunne ført til at verdien på opsjonen til å konvertere må vurderes.

VMI - kommer ikke til å verdsette minoriteten separat og kommer også her til å bruke balanseført verdi. Dette begrunnes med relativt små minoritetsinteresser.

I tillegg kommer jeg til å bruke multiplikatormodellen for å teste svaret mitt opp mot den fundamentale metoden. Finner det lite praktisk å bruke substansverdimetoden siden verdien av eiendelene enkeltvis ikke godt gjenspeiler verdien av videre verdiskapning i Pan Fish.

Velger også å se bort i fra opsjonsbasert verdsettelse.



## **5.0 Verdssettelse av Pan Fish**

### **5.1 Kontantstrømanalyse**

I følge min kontantstrøm baserte verdssettelse av Pan Fish konkluderer jeg med et prisanslag på 2,80 kroner pr aksje. Dette innebærer en markedsverdi for selskapets egenkapital på 3804 millioner. Jeg har tatt utgangspunkt i at hele selskapets utsatte skatfordel vil kunne bli tatt i bruk. Sensitivitetsanalysen viser at selskapet er svært sensitiv til endringer i verdidriverne. Spesielt hvilken laksepris som markedet vil stabilisere seg på medfører stor usikkerhet. Det er derfor nødvendig å påberegne en relativt stor buffer til estimatet, noe jeg vil drøfte nærmere i oppsummeringen av oppgaven.

#### 5.1.1 Kontantstrøm<sup>25</sup>

##### EBIT\*(1-Tc)

På bakgrunn av den strategiske analysen har jeg gjort vurderinger av selskapets verdidrivere, salgspris, produksjonskvantum og totale produksjonskostnader. Jeg har brukt et beste estimat på disse tre. I tillegg har jeg gjort en sensitivitetsanalyse basert på avvik fra beste estimat ved estimeringsperiodens slutt. I tillegg til salgsinntekter har tatt med finansinntekter i dette leddet. Finansinntektene har jeg valg å redusere noe mot horisonten da nivået i dag virker høyt i forhold til selskapet kontantbeholdning. Inntekt fra driftstilknyttet virksomhet er satt til null, da den allerede i dag er svært liten og jeg ikke har grunnlag for å uttale med om den videre utvikling.

Skattesatsen er satt til 28% for hele driften. Her gjør jeg en forutsetning som er i tråd med et tankegangen om et nøytralt kapitalmarked, men som ikke stemmer helt med virkeligheten.

Pan Fish opererer i flere land og vil der møte ulike skattesatser.

---

<sup>25</sup> Selve kontantstrømmen finnes i tabell C i appendix, der trekkes også verdien av Gjeld og Minoritetsintereser ut. Tabell A viser det regnskapsmessige grunnlaget for forventningene til utviklingen til verdidriverne. Tabell B viser hvordan verdidriverne i beste estimat påvirker kontantstrømmen. Tabell D verdsetter den utsatte skatfordelen separat. Tabell E summerer de to kontantstrømmene. Tabell F viser hvordan balansetall for de tre siste årene og hvordan utviklingen til de balansestørrelsene som inngår FKT formelen.

## Avskrivninger<sup>26</sup>

For å beregne nivået på avskrivninger har jeg sett på hvor store avskrivningene har vært i de siste tre årene i forhold til disse årenes inngående beholdning av anleggsmidler. Jeg kom frem til at anleggsmidlene ble avskrevet over ca 11 år. Antar at denne økonomiske levetiden på anleggsmidlene vil vedvare. De ulike årenes fremtidige avskrivninger er dermed beregnet ut i fra inngående beholdning av anleggsmidler delt på elleve.

## Kapitalutgifter(Capex)

Selskapet er inne i en periode der man kjøper seg opp i strategiske områder for utnytte skalafordeler i driften. Dette antas å fortsette i 2006 men ikke i like stort omfang. Etter det reduseres kapitalutgiftene etter par år før jeg har valgt å la kapitalutgiftene tilnærme avskrivningene ved slutten av estimeringsperioden. Dette innebærer at jeg anser at selskapet ved estimeringshorisonten har nådd et ønsket nivå på anleggsmidlene og at aldersfordelingen er på et nivå med den vil være i fremtiden.

## Endring i Arbeidskapital( $\Delta$ OpWC)

Som ikke rentebærende gjeld har jeg valgt å ta med leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldig lønn og offentlige avgifter, samt posten annen kortsiktig gjeld.

Har valgt å redusere arbeidskapitalen noe mot horisonten fordi jeg ser på det som sannsynlig at bedriften vil forsøke å redusere varelagrene og at størrelsen på arbeidskapitalen ved årsskiftet var påvirket av omstillingen som pågår. Nedgangen er ikke så stor som følge av det er naturlig at arbeidskapitalen har vokst nå som selskapet vokser. Det vil ikke være endringer i arbeidskapitalen over horisonten.

### 5.1.2 Vekst

Legger til grunn at selskapet frem til predikeringshorisonten vil tilnærme seg langsiktig opprettholdbar vekst. Opprettholdbar vekst anseer jeg som å være ca 3%. Dette på bakgrunn av at det norske inflasjonsmålet som er 2,5% med et påslag på et 0,5% på bakgrunn av raskere forventet vekst i de øst-europeiske landene som er en av oppdrettsnæringens viktigste satsningsområder. Påslaget kan også begrunnes med at Pan Fish er en del av et internasjonalt marked hvor 3% vil være en bedre tilnærming på fremtidig vekst generelt.

---

<sup>26</sup> Tabell G i appendix viser gjennomsnittlig avskrivningsprosent siste tre år og den økonomiske levetiden som en slik avskrivningsats samsvarer med.

### 5.1.3 Modning

På bakgrunn av mine vurderinger i den strategiske analysen tror jeg selskapet vil konvergere mot en normalisert inntjening innen 2010 og dermed er perioden 2006-2010 min estimeringsperiode. Selskapet selv har et kortere perspektiv på når de skal ha nådd sine mål, men jeg mener det er mange ting som tyder på at målene man har satt seg er overambisiøse på kort sikt spesielt for Pan Fish sine selskap i utlandet. I mine beregninger har jeg gått ut i fra at kontantstrømmen i 2010 vil vedvare i evig tid. Horisontleddet i formelen blir seende slik ut:

$$(FKT^{H-1}/(wacc - vekst(g))/wacc^H$$

H er den første perioden etter horisonten. Det blir år 2011, den sjette perioden.

Estimeringsperioden summer seg altså til fem år.

### 5.1.4 Avkastningskravet/wacc:

tabell 6<sup>27</sup>

EKK	10,44%
* Egenkapitalandel	0,678
+ Rg	5,4%
* (1 - Skattesats Tc)	72%
Gjeldsandel	0,322
<b>WACC</b>	<b>8,33%</b>

Ekk:

tabell 7

Rf	3,47 %
+ β	1,32
* MP	5%
+ Konkurssansynlighet	0,37%
Egenkapitalkravet	<b>10,44%</b>

---

<sup>27</sup> Tabell H i appendix viser sirkulær beregning av wacc

### Risikofri rente:

Her velger jeg å bruke en 5årig statsobligasjon ST5X som for øyeblikket ligger på 3,47%. Begrunner dette med at renten i Norge har vært lav lenge og jeg ønsker at den risikofrie renten skal inneholde en mer langsiktig opprettholdbar rente. Det er mulig at det hadde vært hensynsmessig å bruke en enda lengre rente siden **3,47%** fortsatt er lavt historisk sett men på den andre siden kunne dette medført et uønsket påslag av likvidetspremie.

### $\beta$ :

Her velger jeg å bruke en beregning gjort i Dagens Næringsliv ved årsskiftet som setter  $\beta$  til **1,32** basert på de tolv siste måneders svingninger i forhold til markedet.

### $R_m - R_f$ eller MP(markedets risikopremie):

Her har jeg valgt å støtte meg til Professor Thore Johnsen beregninger som sier at historisk MP i Norge er tilnærmet **5%**.<sup>28</sup>

### Illikviditetspremie:

Jeg har sett på fire forholdstall hos Pan Fish: Likviditetsgrad1(lg1), rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. De to første dekker kortsiktig sannsynlighet for insolvens. Egenkapitalprosenten og netto driftsrentabilitet gir en pekepinn på langsiktig soliditet, den ene er balanseorientert mens den andre er lønnsomhetsorientert.

Jeg har laget forholdstall for de tre siste årene, men fordi selskapets likviditet er såpass endret, i positiv retning, de siste årene har jeg likevel valgt å kun bruke tallene fra 2005.

Pan Fish klassifiseres til en BBB rating og dette innebærer et påslag i egenkapitalkravet på **0,37%**.<sup>29</sup>

### Markedsverdi av Egenkapital og Gjeld

Her bruker jeg børsverdien av egenkapitalen beregnet ut i fra et aksjekursen 30.12.05(2,09) og antall utestående aksjer på det tidspunkt(1358mill) som utgangspunkt. Gjør en forenkling og legger balanseført verdi av minoritetsinteresser(15 mill) inn i EK siden verdien er så lav. Dette gir verdien 2853millioner. Etter at jeg har verdsatt selskapet første gang finner jeg verdien til egenkapitalen til å være 4202millioner. Denne brukes til å beregne ny wacc og

---

<sup>28</sup> Basert på forelesningsnotater i faget Corporate Finance(FIE402E) holdt høsten 2005.

<sup>29</sup> Tabell J i appendix, viser hvordan jeg har kommet frem til illikviditetspremien.

dermed ny verdi. Prosessen gjentas til verdien av EK konvergerer mot et nivå. Verdien til egenkapitalen som ligger i formelen til wacc blir dermed den samme som den verdien jeg identifiserer som den teoretisk riktige verdien på selskapet.

Markedsverdien på den rentebærendegjelden er satt til den balanseførte verdien 31.12.2005, 1774millioner.

Dette gir en markedsverdi på totalkapitalen på 5593 millioner prosentandelene **68,2%** EK og **31,8%** Gjeld.

Gjeldskrav: Her bruker jeg selskapets egne uttalelser i årsrapporten for 2004 at man har en gjennomsnittlig gjeldsrente på **5,4%**. Det er mulig at denne har steget som følge av generell renteoppgang, men denne har vært moderat og i tillegg har selskapet misligholdsrisiko sunket.

#### 5.1.5 Sensitivitetsanalyse:

For å få et bedre bilde av hvor volatil aksjeprisen er for endringer i verdidriverne har jeg valgt å vise endringer i prisen som følge av at en av verdidriverne konvergerer mot et annet nivå enn i min vurdering av beste-estimat. Alt annet holdes likt. I mitt beste-estimat, som er det scenarioet jeg har størst tiltro til, har jeg gått ut i fra at lakseprisen konvergerer mot 21 kroner kiloet, og at Pan Fish vil klare å redusere kostnadene til 17,5 pr kilo og selge rundt 100.000 tonn slaktet vekt(tgw). Har i stedet for å gjøre prosentvise endringer fra beste estimat har jeg valgt å tilpasse konvergeringsbanene mot horisonten til et andre krone nivå.

#### Laksepris:

Det er først fremst lakseprisen det er størst usikkerhet rundt. Den har vært så lav som på 17,46 kroner kiloet, men har i den senere tid vært på et mye høyere nivå noe som har hjulpet bransjen å komme på fote igjen. For å teste lakseprisen påvirkning på selskapets verdi har jeg valgt å la prisen konvergere mot ulike horisontverdier i hele kroner  $\pm 3$  kroner fra beste estimat og også vist for nærmeste 50 øres avvik. Jeg har også tilpasset konvergeringsbanene, men lar dem tilpasse seg horisontverdien i et lignede tempo som i ved beste estimat. Dette medfører at prisen tilpasser seg raskere de første årene. Jeg har valgt denne metoden fremfor den mer klassiske metoden hvor man ser på påvirkningen på pris i prosent når man endrer en faktor prosentvis. Dette er fordi jeg føler at det er mer tydelig hva endringen blir når man bruker absolutte tall.

tabell 8

Laksepris NOK pr kg	Aksjekurs	Markedsverdi av EK(i mill.)	$\Delta$ i markedsverdi	$\Delta$ laksepris
18	0,06	79	-98 %	-14 %
19	1,09	1479	-61 %	-10 %
20	2,02	2746	-28 %	-5 %
20,5	2,39	3246	-15 %	-2 %
21	2,8	3804	0 %	0 %
21,5	3,21	4356	15 %	2 %
22	3,61	4905	29 %	5 %
23	4,46	6058	59 %	10 %
24	5,28	7169	88 %	14 %

Analysen viser er aksjeverdien veldig sensitiv overfor hvilke nivå lakseprisen vil legge seg på, selv en moderat endring fra beste estimat  $\pm 5\%$  vil medføre endring i pris på opp mot  $\pm 30\%$ . Laksemarkedet er begynt å modnes og dette vil på sikt medføre mer stabilitet i priser og mer presise estimat på selskapsverdien. Slik som det er i dag vet man ikke hvilket nivå prisene vil stabilisere seg rundt og alt fra priser fra tjue til opp mot tjuetre kroner anser jeg som mulig. Jeg ser altså som mer sannsynlig at prisen vil ligge noe over mitt beste estimat enn under. Et mulig utfallsrom på pris fra 20,5-22 tilsier aksjeprisen skal være et sted fra 2,39 til 3,61 per aksje. Altså veldig bredt estimat.

#### Kostnadsnivå:

Sensitiviteten til endringer i kostnadene er identisk til lakseprisene. En krone mindre i kostnader pr kilo gir akkurat den samme effekten som en krone høyere pris. Derimot finnes det en stor forskjell, det er forutsigbarheten. Fordi selskapet har et uttalt mål som de jobber mot og fordi det går an å sammenligne med andre bedrifters kostnader gjør dette meg bedre i stand til å estimere for fremtiden. Kostnadsnivået selskapet kan forvente å legge seg på ligger trolig innen for en og halv kroners intervall. Selskapets egne beregninger skulle tilsi at kostnadene skal legge seg et sted rundt sytten kroner, for selskapet sett under ett. Dette må regnes som et best-case scenario. Et mer moderat estimat vil være et sted på midt på syttentallet. Det er også mulig at gjentatte produksjonsproblemer som for eksempel knyttet til sykdom og svingninger i etterspørselen vil gjøre at man ikke klarer å utnytte skalafordeler og

dermed vil ende opp et sted med kostnader noe over atten kroner. Situasjonen mer likevel mer oversiktlig.

tabell 9

Kostnadsnivå NOK pr kg Sløyet laks	Markedsverdi		Δ i markedsverdi	Δ kostnadsnivå
	Aksjekurs	av EK(i mill.)		
19	1,47	2001	-47 %	9 %
18,5	1,90	2578	-32 %	6 %
18	2,39	3265	-14 %	3 %
17,5	2,8	3804	0 %	0 %
17	3,21	4356	15 %	-3 %
16,5	3,66	4971	31 %	-6 %
16	4,06	5516	45 %	-9 %

Volum:

Dagens konsesjoner og produksjonsanlegg tillater en produksjon av et sted mellom 90 og 100 tonn slaktet vekt og jo mer man klarer å produsere, og selvfølgelig selge, desto mindre blir kostnader som trengs å fordeles på hvert kilo solgt fisk. Skal man øke produksjonen utover dette nivået er man nødt til å kjøpe andre anlegg til markedspris. Denne økningen i volum vil således ikke spille inn på selskapsverdien på andre måter enn eventuelt ved reduserte gjennomsnittlige kostnader og det har vi allerede drøftet over. Har her gjort en analyse som har som utgangspunkt at selskapet ikke klarer å produsere og selge et like stort volum som målsetningen på rundt 100 tusen tonn. I stedet vil volum flate ut raskere enn det jeg har gått ut i fra i mitt beste-estimat. Har valgt å la dette flate ut på hver femte tonn fra åtti- til hundretusen tonn. Sykdom, tollsperrer og for høy generell vekst i produksjonen i industriene er alle mulige årsaker til at man ikke vil nå sine mål.

tabell 10

Volum, tusen tonn solgt laks	Markedsverdi		Δ i markedsverdi	Δ i volum
	Aksjepris	av EK( i mill.)		
80	2,21	3004	-21 %	-20 %
85	2,37	3217	-15 %	-15 %
90	2,52	3429	-10 %	-10 %
95	2,67	3625	-5 %	-5 %
100	2,80	3804	0 %	0 %

Som man ser av tallene vil endring i volum ikke ha så stor relativ effekt på verdien av selskapet som de to andre driverne. Derimot er det viktig igjen å minne på at det er usannsynlig at selskapet vil være i stand til nå sine kostnadsmål med en produksjon som avviker særlig fra sin målsetning. Endring i volum vil altså ha ringvirkninger som er mye større enn det vi ser her. Sammenhengen mellom de to er vanskeligere å vise, og å anslå den totale effekten av et volum avvik fra beste estimat vil bare være et tankespill. Nøyer meg derfor med å bare påpeke den additive effekten.

## **5.2 Komparativ analyse/multiplikatormetoden**

Det inntrykket jeg sitter igjen med etter analysen er at en rekke ulike årsaker bidrar til å gjøre estimatene upresise i forhold til Pan Fish sin evne til å tjene penger. Det finnes få virkelig komparative selskaper, de som er nærmest er alle er inne i en vekst/omstillingsperiode. Det har lenge vært skepsis til aksjer i oppdrettsnæringen noe som bidrar til en underprising for bransjen generelt. Både min fundamentale analyse og utviklingen på børsen etter årsskiftet indikerer dette. Til tross for dette vil jeg ikke utelukke at Pan Fish i forhold til utvalget er noe høyt priset, men på det er ikke tilstrekkelig validitet i resultatene til å hevde dette med noen form for sikkerhet. Det er derfor ikke aktuelt å tallfeste et verdiestimat på selskapet basert på denne analysen

### **5.2.1 Identifikasjon av komparative selskap**

Pan Fish har en del andre bedrifter i laksenæringen som det er nærliggende å måle seg mot. Fjord Seafood, Marine Harvest(Nutreco), Cermaq og Lerøy er alle store produsenter av laks på flere kontinenter. Det som derimot kan gjøre sammenligning noe upresis er at alle disse selskapene i mye større grad enn Pan Fish er involvert i flere områder enn oppdrett og salg, være seg fôrproduksjon eller videreforedling. Verdien på disse selskapene er derfor ikke i like stor grad korrelert med forventninger om fremtidige laksepriser som for et nesten rent oppdrettsselskap som Pan Fish. For selskaper som driver med videreforedling er dette ikke et like stort poeng som for de selskapene som driver med fôr. Dette er fordi videreforedlingsnæringen også er veldig avhengig av lakseprisene for opprettholde marginene og verdien på disse selskapene henger nøye sammen med forventet prisutvikling.



Både Nutreco og Cermaq driver med oppdrett, men har hoveddelen av sin inntekt fra fôrproduksjon. Nutreco driver også i større grad med fôr mot landbasert produksjon av mat, noe som gjør sammenligning enda mindre relevant. Cermaq generer to tredjedeler av sine inntekter fra salg av fôr, men opplever mye lavere marginer på den siden av driften enn fra lakseoppdrett<sup>30</sup>. Dette tilsier at å bruke Cermaq i sammenligningen ville redusere beregnet verdierestimater betraktelig. Lerøy har tradisjonelt vært en videreforedler av fisk, men som i de senere årene har kjøpt seg kraftig opp nedstrøm. Selskapet driver også med en rekke andre fiskesorter en laks. Noe over halvparten av inntekten til selskapet stammer fra drift som er å tilnærmet lik Pan Fish, men også her vil resten av driften trekke beregnet verdierestimater ned. Fjord Seafood derimot har en drift som i større grad ligner på Pan Fish. Selskapet er i større grad involvert i videreforedling, men fortjenesten stammer i all hovedsak fra lakseoppdrett i Norge og Chile.

Andre mindre selskaper som er nærmere Pan Fish sin profil kunne vært aktuelt å bruke, men ingen av disse er børsnotert i Norge og det vil derfor være vanskeligere å finne gode prisanslag. Å bruke prisen på selskap som nylig er kjøpt opp kunne også vært aktuelt, men dette vil heller ikke bli presist fordi det i denne prisen ofte er tatt med synergi effekter som det kjøpende selskapet regner med å oppnå ved kjøpet.

Mest nærliggende er det å bruke Fjord Seafood i mine sammenligninger. Selskapet er ikke helt komparativt, men er det nærmeste man kommer når man ser på utvalget. Siden Lerøy og Cermaq er børsnotert i Norge tar jeg med disse selskapene for å øke utvalget, men vil også gjøre en ren sammenligning med Fjord Seafood. Det hadde vært ønskelig å bruke et større utvalg av komparative bedrifter, men antall børsnoterte aksjer i Norge innefor lakseoppdrett er begrenset til disse tre.

### **5.2.2 Valg av forholdstall**

Hvilket forholdstall som passer best å bruke kan være avhengig av hvilken bransje man ser på. Pareto Securities bruker i sin Company Update Pan Fish av 26. september 2005 bruker Pris/Fortjeneste, Pris/Bok og Markedsverdi av total kapitalen(MVTK)/EBITA(earnings before interest, tax, and amortization) som sine forholdstall i analyse. Jeg vil derfor bruke disse i den

---

<sup>30</sup> Baserte på gjennomgang av resultat tall for Cermaq for fjerde kvartal i 2005. Informasjon rundt de andre selskapene er hentet fra deres respektive hjemmesider og siste tilgjengelige kvartalstall.

videre analysen. Alle data vil være på bakgrunn av siste tilgjengelige selskapsopplysninger fra 2005.

Pris/Bok er å regne som en balanseorientert multiplikator, med fokus på egenkapitalen. Bok tilsvarer balanseført verdi av egenkapital ved årsslutt, mens pris er børsverdi på samme tidspunkt. Medianen på Oslo Børs i perioden 1993-2003 lå på ca 1,362<sup>31</sup>. De siste års utvikling i norsk økonomi vil nok tilsi at tallet har steget noe.

Pris/Fortjeneste er en resultatorientert multiplikator, som ser på hvordan egenkapitalen genererer fortjeneste. Fortjenesten kan være både være neste års estimat eller være bakoverskuende og se på den faktiske fortjenesten siste tolv måneder. På grunnlag av tilgjengelig data har jeg valgt å bruke en bakoverskuende Pris/Fortjeneste, der jeg ser på børsverdi ved årsslutt og siste tolv måneders resultat som fortjeneste. For perioden 1993-2003 lå medianen for pris/fortjeneste på Oslo Børs på 13,25, også her er det sannsynlig at tallet har steget noe. Et høyt forholdstall i sammenligning med dette tilsier at investorene har tro på høyere fremtidig vekst i fortjeneste i forhold til børsen generelt, mens et lavt tall tilsier det motsatte. De tallene jeg har brukt som fortjeneste er årsresultatene til selskapene justert for oppskrivning av biomasse.

Markedsverdi av totalkapitalen(MVTK) over EBITA er også resultat orientert, men ser på forholdet mellom verdi av totalkapitalen delt på hvordan totalkapitalen generer fortjeneste før skatt. Rentekostnader er ikke med i dette tallet fordi disse stammer fra finansieringen av bedriften og ikke hvor mye totalkapitalen kaster av seg. Nedskrivninger medregnes heller ikke fordi disse er å regne som forbigående poster som ikke trenger å si noe om selskapets avkasting i fremtiden. Avskrivninger kunne også vært trukket ut siden denne er en periodisering og kunne vært unormalt høy eller lav i siste år, men dette er ikke gjort i denne analysen. At man ser på fortjeneste før skatt gjør at det vil være lettere å sammenligne selskap over landegrenser dersom det er forskjellig skattesystem. Det er ikke aktuelt her, men skattekostnaden er likevel utelatt, dette kan også være hensynsmessig med tanke på at de siste års vankeligheter har stilt de ulike selskapene i forskjellige skatteposisjoner. Ved denne sammenligningen må verdien Pan Fish sin gjeld og minoritetsinteresser trekkes ut for å gi egenkapitalverdien. Også denne sammenligning er bakoverskuende.

---

<sup>31</sup> Forelesningsnotater i faget Regnskapsanalyse og verdsettelse(BUS425) våren 2005, foreleser Kjell Henry Knivsflå. Også median for pris/fortjeneste er hentet derfra.

### 5.2.3 Resultat

tabell 11<sup>32</sup>

multiplikator(m)	P/B	P/E	MVTK/EBITA
Gjennomsnitt tre selskap	1,64	9,48	13,44
Fjord Seafood	1,20	6,11	12,67
Basert på gjennomsnitt:			
Markedsverdi EK			
Pan Fish	2424,44	1594,22	220,83
Aksjeverdi	1,79	1,17	0,16
Basert på Fjord Seafood:			
Markedsverdi EK			
Pan Fish	1784,82	1026,87	105,64
Aksjeverdi	1,31	0,76	0,08

Aksjekursen til Pan Fish ved årsskiftet var 2,09 kroner. Det denne analysen i utgangspunktet ser ut til å gi oss er at Pan Fish er kraftig overpriset. At selskapene trolig vil oppnå bedre resultater neste år (fremoverskuende beregning) vil ikke påvirke det gjennomgående resultatet siden forventet økning hos Pan Fish vil motsvares av lavere verdier for multiplikatorene P/E og MVTK/EBITA, uten at denne effekten er beregnet i detalj.

Ser man på multiplikatorene ser pris/bok rimelige ut i forhold til median på Oslo Børs. Pris/Fortjeneste derimot er lav og tilsier at man forventer lavere vekst i fortjeneste i denne bransjen enn det en median over det generelle markedet forventer. Noe av grunnen til de lave resultatbaserte multiplikatorene må være at investorene har vært svært skeptisk til oppdrettsnæringens evne til omstilling, og at Cermaq og Lerøy har oppnådd noe høyere pris enn Fjord på grunnlag av at disse har hatt flere bein å stå på. Fordi den beregnede aksjeverdien spriker så mye som den gjør ser jeg det ikke som noe poeng å drøfte de ulike multiplikatorene separat, men i større grad ta for meg det generelle resultatet.

Ser man bort i fra at multiplikatorene virker å være for lave generelt kan man fortsatt trekke ut det faktum at Pan Fish sin verdi børsverdi virker å være for høy i forhold til utvalget. Spørsmål blir da om selskapene i tilstrekkelig grad er komparative eller om Pan Fish sine aksjer faktisk er priset for høyt i forhold til bransjen. Til dette vil jeg svare at jeg har tidligere

<sup>32</sup> Tabell I i appendix viser en utvidet versjon av tabell 11, som viser grunnlaget for beregningene.

vist at spesielt Cermaq og Lerøy har klare ulikheter med Pan Fish og at sammenligning med disse trolig ikke ville gi et godt estimat. En komparativ analyse som kun ser på en annen aktør, her Fjord Seafood, vil heller ikke gi et riktig bilde da det like gjerne kan være dette selskapet som er underpriset enn det motsatte. Det som taler for at Pan Fish fortjener å være noe høyere priset enn Fjord Seafood kan være at selskapet har en noe lavere gjeldsgrad og at markedet har tro på selskapets rene oppdrettsstruktur. Begge disse to selskapene var ved årsskiftet fortsatt inne i en omstillingsperiode og analysen hadde nok kunne gitt et bedre svar om Fjord Seafood var et selskap som var kommet lenger i stabilisering av driften.

## **6.0 Oppsummering av oppgaven**

Etter mine analyser av Pan Fish har jeg kommet frem til et estimat på teoretisk riktig pris på 2,80 kroner. Dette estimatet ville ved årsskiftet virket veldig høyt i forhold til børskursen som jo i et perfekt kapitalmarked skal være et riktig pris. Ser man på kursutviklingen etter årsskiftet derimot har dette bildet forandret seg totalt og min verdivurdering er langt under det aksjen selges for i markedet. Jeg føler likevel ikke at min verdi vurdering er godt begrunnet i strategiske analysene av bedriften og at det derfor ikke er grunn til å endre forutsetningene. Likevel føler jeg at oppgangen i aksjekursen underbygger min påstand om at selskapet var for lavt priset.

I mine beregninger har jeg valgt å ha et nøkternt syn både på prisutvikling og selskapets evne til å redusere kostnadene. I og med at selskapet er så sensitivt til hvilket lakseprisnivå markedet vil kunne stabilisere seg rundt vil det være riktig å ta med en bred buffer til estimatet. Et estimat på aksjeprisen som ligger mellom 2,40 og 3,60 kroner som er skissert i sensitivitetsanalysen for pris kan være passende, men dette vil være en sjeldent bred buffer i en slik type verdsettelse. Jeg konkluderte i den komparative analysen at det var trolig at de andre selskapene i bransjen var for lavt priset. Utviklingen for disse selskapene på Oslo Børs etter årsskiftet underbygger denne påstanden.

At aksjeprisene har steget så mye som de har gjort i de første månedene av 2006 har nok sammenheng med andre faktorer enn underliggende evne til verdiskapning. Nyheten om fugleinfluenta sendte for eksempel prisene kraftig opp. At en slik sykdom skal kunne ha en så kraftig effekt på laksepriser på lang sikt som økningen tilsier er svært lite sannsynlig. Den viktigste faktoren som har bidratt til optimismen i markedet er likevel John Fredriksen store investeringer og håpet om at han skal bidra til en storstilt sammenslåing av Pan Fish og noen av de andre store aktørene. Dette vil kunne føre til ytterligere kostnadsbesparelser, gjennom mer effektiv produksjon og distribusjon. Likevel tror jeg at det er begrensede besparinger som kan skje og at en så kraftig aksjekursstigning er ubegrunnet og at markedet er spekulativt.

Ser man bort i fra diskusjonen rundt riktig pris kan jeg slå fast at Pan Fish har lykket med sin snu operasjon. Selskapets videre fremtid virker solid.

## **APPENDIX:**

### **Referanseliste:**

#### Bøker:

Brealey R., Myers S. og Allen F.: "Corporate Finance", McGraw-Hill, 1981 8.utgave  
Bodie Z., Kane A. og Marcus A.: "Investments" 1989, McGraw-Hill 6. utgave  
Copeland T., Koller T. og Murrin J.: "Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies", McKinsey & Company, 1996

#### Forelesningsnotater:

FIE 402E Corporate Finance, høsten 2005, foreleser: Professor Thore Johnsen  
FIE 400E Investments, våren 2005, foreleser: Førsteamanuensis Tore Leite  
FIE 426 Kapitalforvaltning, våren 2005, foreleser: Professor Thore Johnsen  
BUS 425 Regnskapsanalyse og verdsettelse, våren 2005  
foreleser: Førsteamanuensis Kjell Henry Knivsfå  
STR210 Foretaksstrategi og etikk, høsten 2004, foreleser Førsteamanuensis Rune Lines

#### Internet:

[www.dn.no](http://www.dn.no)  
[www.hegnar.no](http://www.hegnar.no)  
[www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)  
[www.bellona.no](http://www.bellona.no)  
[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)  
[www.panfish.no](http://www.panfish.no)  
[www.cermaq.no](http://www.cermaq.no)  
[www.leroy.no](http://www.leroy.no)  
[www.fjordseafood.com](http://www.fjordseafood.com)  
[www.nutreco.com](http://www.nutreco.com)  
[www.nrk.no/fylkesleksikon/](http://www.nrk.no/fylkesleksikon/)  
[www.ssb.no](http://www.ssb.no)  
[www.first.no](http://www.first.no) søk: weblink

[www.dirnat.no](http://www.dirnat.no)

[www.forskning.no](http://www.forskning.no)

[www.ntnu.no/gemini/](http://www.ntnu.no/gemini/)

[odin.dep.no](http://odin.dep.no)

Andre kilder:

Prospekt Pan Fish ASA av 12.mai 2005

## Resultat 2003-2005:

tabell A

Resultat regnskap (tall i tusen)	2003	2004	2005
Driftsinntekter	3 013 709	2 336 356	1 969 000
Driftskostnader	(3 288 733)	(2 205 703)	(1 660 500)
Avskrivninger	(223 175)	(181 145)	(160 400)
<b>Driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>(498 199)</b>	<b>(50 492)</b>	<b>148 100</b>
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	(4 295)	(3 058)	20 200
<b>Netto driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>(502 494)</b>	<b>(53 550)</b>	<b>168 300</b>
Nettoresultat fra driftstilknytte virksomheter	(8 822)	1 812	1 400
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>(511 316)</b>	<b>(51 738)</b>	<b>169 700</b>
Netto finansinntekter	83 643	49 052	36 000
<b>Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>(427 673)</b>	<b>(2 686)</b>	<b>205 700</b>
Netto finanskostnader	(302 814)	(205 076)	(120 000)
Netto minoritetsresultat	(6 720)	(16 102)	(5 000)
<b>Netto resultat til EK</b>	<b>(723 767)</b>	<b>(191 660)</b>	<b>90 700</b>
Transitoriske poster	(1 527 984)	(27 574)	32 600
<b>Fullstendig nettores til EK(FNR)</b>	<b>(2 251 751)</b>	<b>(219 234)</b>	<b>123 300</b>
Netto betalt utbytte(NBU)	2 911 946	734 638	1 042 874
Endring i EK	660 195	515 404	1 166 174
<i>Antall aksjer utestående</i>	<i>20 272 457 000</i>	<i>502 300 218</i>	<i>1 358 116 565</i>

## Verdidrivere (Pris, volum, kostnader):

tabell B

tall i millioner	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Volum</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>95</b>	<b>98</b>	<b>100</b>
<b>Pris</b>	<b>25,7</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>21,5</b>	<b>21</b>
<b>DI</b>	<b>1696,2</b>	<b>2080</b>	<b>2160</b>	<b>2090</b>	<b>2107</b>	<b>2100</b>
<i>endring</i>		<i>22,63 %</i>	<i>3,85 %</i>	<i>-3,24 %</i>	<i>0,81 %</i>	<i>-0,33 %</i>
<b>Volum</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>95</b>	<b>98</b>	<b>100</b>
<b>Kostnad(inkl avskr og adm)</b>	<b>23,0</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>18,5</b>	<b>18</b>	<b>17,5</b>
<b>DK</b>	<b>1518</b>	<b>1760</b>	<b>1800</b>	<b>1757,5</b>	<b>1 764</b>	<b>1750</b>
<i>endring</i>		<i>15,94 %</i>	<i>2,27 %</i>	<i>-2,36 %</i>	<i>0,37 %</i>	<i>-0,79 %</i>
<b>Driftsres</b>	<b>178,2</b>	<b>320,0</b>	<b>360,0</b>	<b>332,5</b>	<b>343,0</b>	<b>350,0</b>
<b>Endring</b>		<i>79,57 %</i>	<i>12,50 %</i>	<i>-7,64 %</i>	<i>3,16 %</i>	<i>2,04 %</i>
<b>DK% av DI</b>	<b>0,89</b>	<b>0,85</b>	<b>0,83</b>	<b>0,84</b>	<b>0,84</b>	<b>0,83</b>



## Kontantstrøm:

tabell C, tall i millioner

	2004	2005	E2006	E2007	E2008	E2009	E2010	Horisont		
Driftsresultat		309	320,0	360,0	332,5	343,0	350,0			
Finansinntekter		50	40	30	30	30	30			
Skatt(28%)		-20	-101	-109	-102	-104	-106			
<b>EBIT(1-Tc)</b>		<b>339</b>	<b>259</b>	<b>281</b>	<b>261</b>	<b>269</b>	<b>274</b>			
<b>+ Avskrivninger</b>		<b>149</b>	<b>200</b>	<b>209</b>	<b>199</b>	<b>192</b>	<b>188</b>			
Δ Anleggsmidler		412	100	-109	-74	-42	-13			
+ Avskrivninger		160	200	209	199	192	188			
<b>- Capex</b>		<b>572</b>	<b>300</b>	<b>100</b>	<b>125</b>	<b>150</b>	<b>175</b>			
Omløpsmidler	1224	1641	1600	1550	1500	1500	1500			
- Ikke rentebærende gjeld	422	565	500	500	500	500	500			
= OpWC	802	1076	1100	1050	1000	1000	1000			
<b>- ΔOpWC</b>		<b>274</b>	<b>24</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			
=			<b>FCFF</b>	<b>-359</b>	<b>135</b>	<b>439</b>	<b>385</b>	<b>311</b>	<b>287</b>	<b>5379</b>
			Neddiskonteringsfaktor		0,923	0,852	0,787	0,726	0,670	0,670
					124	374	303	226	192	3605
			<b>Nåverdi</b>	<b>4824</b>						
<b>- Balanseverdi rentebærende gjeld</b>		<b>1774</b>								
<b>- MI</b>		<b>15</b>								
<b>= Markedsverdi uten utsatt skattefordel</b>		<b>3 035</b>								

## Separat verdsettelse av verdien av utsatt skattefordel:

tabell D, tall i millioner

år	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010								2017
<b>Resultat</b>			360	390	363	373	380								
<b>Skatt(28% av res)</b>		20	101	109	102	104	106	106	106	106	106	106	106	106	77
			<b>93</b>	<b>93</b>	<b>80</b>	<b>76</b>	<b>71</b>	<b>66</b>	<b>61</b>	<b>56</b>	<b>52</b>	<b>48</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	
<b>Nåverdi utsatt skattefordel</b>		<b>769</b>													
<b>Utsatt skattefordel</b>	1 258	1 238	1 137	1 028	927	822	716	609	503	396	290	184	77	0	

## Teoretisk verdi av Pan Fish basert på kontantstrømbasert analyse:

tabell E, tall i millioner

Verdi av EK før utsatt skattefordel	3 035
+ Verdi av utsatt skattefordel	769
= Teoretisk verdi av EK	<b>3 804</b>
/ Antall aksjer	1358
= <b>Aksjekurs</b>	<b>2,80</b>

## Balanse:

tabell F, historiske tall i tusen, estimerte tall i millioner

	tall i tusen			tall i mill.				
	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Immaterielle eiendeler(konsesjoner)	651 914	575 558	759 800					
Goodwill	0	0	146 300					
Varige driftsmidler	1 294 718	1 110 851	1 216 100					
Finansielle anleggsmidler	86 475	97 043	72 800					
<b>Anleggsmidler</b>	<b>2 033 107</b>	<b>1 783 452</b>	<b>2 195 000</b>	<b>2 295</b>	<b>2 187</b>	<b>2 113</b>	<b>2 071</b>	<b>2 058</b>
Varer	836 242	727 793	1 072 400					
Fordringer	429 483	328 911	415 500					
Kontanter og bankinnskudd	136 582	167 726	152 700					
<b>Omløpsmidler</b>	<b>1 402 307</b>	<b>1 224 430</b>	<b>1 640 600</b>	<b>1 600</b>	<b>1 550</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>3 435 414</b>	<b>3 007 882</b>	<b>3 835 600</b>	<b>3 895</b>	<b>3 737</b>	<b>3 613</b>	<b>3 571</b>	<b>3 558</b>
<b>EK</b>	<b>(198 778)</b>	<b>316 626</b>	<b>1 482 300</b>					
<b>MI</b>	<b>35 402</b>	<b>22 760</b>	<b>14 600</b>					
<b>Avsetninger</b>	<b>0</b>	<b>2 023</b>	<b>0</b>					
Langsiktig gjeld	2 632 869	2 208 172	1 674 100					
Kortsiktig rentebærende	289 528	36 051	100 000					
Kortsiktig ikke rentebærende	676 392	422 251	564 500	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>500</b>
<b>Gjeld</b>	<b>3 598 789</b>	<b>2 668 497</b>	<b>2 338 600</b>					
<b>Sum EK og gjeld</b>	<b>3 435 413</b>	<b>3 007 883</b>	<b>3 835 500</b>					

## Beregning av gjennomsnittlig økonomisk levetid:

tabell G

	2003	2004	2005
Gj. Avkrivingssats	7%	9%	9%
Gj. Økonomisk levetid(år)	16	11	11

## Sirkulær beregning av verdien av egenkapital og wacc

tabell H

<b>Aksjeverdi</b>	<b>2,09</b>	3,12	2,7	2,84	2,79	2,8	2,8	2,8	2,8	<b>2,80</b>
<b>IB EK(i mill)</b>	<b>2853</b>	<b>4231</b>	<b>3670</b>	<b>3851</b>	<b>3787</b>	<b>3809</b>	<b>3802</b>	<b>3804</b>	<b>3803</b>	<b>3804</b>
<b>wacc</b>	<b>7,90 %</b>	8,48 %	8,28 %	8,35 %	8,33 %					<b>8,33 %</b>
Beregnet EK	4231	3670	3851	3787	3809	3802	3804	3803	3804	

## Multiplikatormetoden:

tabell I, tall i millioner

<b>Pan Fish</b>										
Bok		<b>1482,3</b>								
Fortjeneste						<b>168,2</b>				
EBITA										<b>149,5</b>
Gjeld										<b>1774,0</b>
Minoritet										<b>15,0</b>
Antall aksjer(i mill.)		<b>1358,17</b>								
<b>Lerøy</b>										
Pris 31.12		73								
Verdi		2874,58								
Gjeld		1271,39								
MI		6,7								
								Markeds verdi av total kapital		4152,67
Bok		1269,24	Fortjeneste		231,51			EBITA		274,11
<b>Pris/Bok</b>		<b>2,26</b>	<b>Pris/Fortjeneste</b>		<b>12,42</b>			<b>MVTK/EBITA</b>		<b>15,15</b>
<b>Fjord</b>										
Pris 31.12		4,45								
Verdi EK		2624,57								
Gjeld		2453,23								
MI		1,6								
								Markeds verdi av total kapital		5079,40
Bok		2179,72	Fortjeneste		429,9			EBITA		400,8
<b>Pris/Bok</b>		<b>1,20</b>	<b>Pris/Fortjeneste</b>		<b>6,11</b>			<b>MVTK/EBITA</b>		<b>12,67</b>

Fortsetter fra forrige side

### Cermaq

Pris 31.12	54,75				
Verdi	5064,38				
Gjeld	3113,1				
MI	0,4				
				Markeds verdi av total kapital	8177,88
Bok	3522,1	Fortjeneste	510,9	EBITA	653,8
<b>Pris/Bok</b>	<b>1,44</b>	<b>Pris/Fortjeneste</b>	<b>9,91</b>	<b>MVTK/EBITA</b>	<b>12,51</b>

### Multiplikator

Gjennomsnitt av selskapene	<b>1,64</b>	<b>9,48</b>	<b>13,44</b>
-------------------------------	-------------	-------------	--------------

### Basert på gjennomsnitt:

Verdi total kapital Pan Fish			2009,83
Markedsverdi EK Pan Fish	2424,44	1594,22	220,83
<b>Aksjeverdi</b>	<b>1,79</b>	<b>1,17</b>	<b>0,16</b>

### Basert på Fjord Seafood

Verdi total kapital Pan Fish			1894,64
Markedsverdi EK Pan Fish	1784,816	1026,873	105,64
<b>Aksjeverdi</b>	<b>1,31</b>	<b>0,76</b>	<b>0,08</b>

## Syntetisk rating:

tabell J, tall i tusen

	2003	2004	2005
<b>Likviditetsanalyse</b>			
OM(DOM + FOM)	1 402 307	1 224 430	1 640 600
/ KG(KDG + KFG)	965 920	458 302	664 500
<b>lg1</b>	<b>1,45</b>	<b>2,67</b>	<b>2,47</b>
Rating	BB/BBB	A-	A
(EBIT + FI)(1-Tc)	-427 673	-2 686	270 639
NFK	304 814	205 076	100 200
<b>rdg</b>	<b>-1,40</b>	<b>-0,01</b>	<b>2,70</b>
Rating	C+	CCC	BBB/A
<b>Soliditetsanalyse</b>			
EK + MI + NUS	-198 778	316 626	1 482 300
TK	3 435 413	3 007 883	3 835 500
<b>ekp</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,39</b>
Rating	C-	CCC -	BBB
Netto driftsresultat	-511 316	-51 738	240 639
Eiendeler - FE - KG+ AKG	3 599 221	3 129 313	4 074 600
<b>ndr</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,06</b>
Rating	D	CC-	BB/BBB
<b>Gjennomsnittlig rating</b>			<b>BBB</b>
<b>Konkurssansynlighet/illikviditetspremie</b>			<b>0,37%</b>