

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

BERGEN, HØSTEN 2014

# En Verdivurdering av Havfisk ASA

Masterutredning i Finansiell Økonomi  
Henrik Hole Oksnes

Veileder: Professor Kjell-Henry Knivsflå



Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

Denne utredningen tar for seg en verdivurdering av det norske trålrederiet Havfisk ASA per 31.10.2014. Jeg benytter meg av fundamental verdsettelse som hovedteknikk, supplert med en enkel form for komparativ verdsettelse for å komme frem til et verdiestimat på Havfisk sin egenkapital.

På bakgrunn av informasjon om bransjen og virksomheten, gjennomfører jeg en strategisk regnskapsanalyse. Denne avdekker de underliggende økonomiske forholdene for virksomheten gjennom en kvalitativ strategisk analyse, der jeg ser på makroforholdene og konkurranseforholdene i bransjen, for deretter å analysere virksomhetens interne ressurser. Dette gir innsikt i om virksomheten har grunnlag for en strategisk fordel. Videre gjennomfører jeg en kvantitativ regnskapsanalyse av virksomheten, der jeg ser på om regnskapstallene tilsier at Havfisk har en strategisk fordel. Innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen danner grunnlaget for fremskrivingen av strategisk fordel i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

Fremtidsregnskapet vil gi et bilde på den fremtidige forventede inntjeningen til Havfisk, og vil danne grunnlaget for selve verdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsen gir et endelig verdiestimat på 16,1 kroner per aksje. Supplert med innsikten fra den komparative verdsettelsen har jeg konkludert med at dette estimatet virker rimelig.

I forhold til dagens aksjekurs på 14,5 kroner (31.10.2014), vil mitt endelige estimat representere en oppside på 11%. På bakgrunn av dette har jeg konkludert med en kjøpsanbefaling av aksjen.

## Forord

Denne utredningen er skrevet i det avsluttende året for min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole høsten 2014. Jeg har valgt en hovedprofil i finansiell økonomi, og vil fullføre mastergraden min med en støtteprofil tatt ved EDHEC Business School i Frankrike våren 2015.

Utredningen er en fordypning innenfor fagområdet verdsettelse, med en hovedvekt på fundamental verdivurdering. Jeg har selvfølgelig fått bruk for fagene jeg har hatt som omhandler verdsettelse, men også andre fagområder som strategi og konkurranseanalyse har kommet godt med i arbeidet.

Arbeidet med utredningen har vært en tidkrevende, men spennende og lærerik prosess. Den har gitt meg innsikt i en bransje der norske selskaper spiller en viktig rolle internasjonalt. Hovedgrunnen til at jeg har valgt å analysere Havfisk er at fisken i havet er en av de viktigste ressursene Norge har, og at den norske hvitfisknæringen står ovenfor spennende muligheter i fremtiden.

Oppgaven bygger i sin helhet på offentlig tilgjengelig informasjon, og er rettet mot lesere som antas å ha en grunnleggende forståelse innenfor økonomi og regnskap.

Til slutt vil jeg takke min veileder, Professor Kjell Henry Knivsflå for gode og konstruktive tilbakemeldinger underveis, i tillegg til svært gode og detaljerte forelesningsnotater innenfor temaet. I tillegg vil jeg takke Magnus Stoud Myhre i Kontali Analyse for å ha fått tilgang til rapportene Groundfish World 2013 og Groundfish World 2014.

Bergen, Desember 2014

Henrik Hole Oksnes

Innhold	
Sammendrag .....	1
Forord .....	2
1 Innledning .....	6
1.1 Målsetting .....	6
1.2 Avgrensing .....	6
1.3 Struktur .....	7
2 Presentasjon av Hvitfiskindustrien og Havfisk ASA .....	7
2.1 Hvitfiskindustrien.....	7
2.1.1 Hvitfisksegmentet .....	8
2.1.2 Makroforhold i hvitfiskindustrien .....	9
2.1.3 Den norske hvitfiskindustrien .....	12
2.1.4 Gjennomsnittsvirkosomheten i bransjen.....	15
2.2 Forskjeller mellom Havfisk ASA og bransjegjennomsnittet .....	19
3 Valg av Verdsettelsesteknikk .....	20
3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker .....	20
3.1.1 Fundamental verdsettelse .....	20
3.1.2 Komparativ verdsettelse .....	21
3.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse .....	21
3.2 Valg av hovedteknikk.....	22
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse .....	24
4 Strategisk Analyse .....	26
4.1 Rammeverk for strategisk analyse .....	26
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse .....	28
4.2.1 Makroanalyse - PESTEL .....	28
4.2.2 Konkurransforhold i bransjen - Porters fem krefter .....	32
4.3 Intern ressursorientert analyse – SVIMA .....	37
4.4 Oppsummering strategisk fordel.....	40
4.4.1 Bransjefordelen.....	40
4.4.2 Ressursfordelen .....	42

<b>5 Regnskapsanalyse.....</b>	<b>43</b>
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	43
5.2 Presentasjon av rapporterte tall og trailing .....	44
5.3 Omgruppering for analyse.....	51
5.4 Analyse av målefeil og justering.....	58
5.5 Rammeverk for forholdstallanalyse .....	61
<b>6 Analyse av Risiko .....</b>	<b>62</b>
6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse.....	62
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse .....	65
6.3 Syntetisk rating .....	68
<b>7 Historisk Avkastningskrav .....</b>	<b>70</b>
7.1 Teori om avkastningskrav .....	70
7.2 Risikofri rente, risikopremie og beta .....	72
7.3 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld .....	75
7.4 Krav til netto driftskapital.....	77
<b>8 Strategisk Rentabilitetsanalyse.....</b>	<b>80</b>
8.1 Strategisk fordel.....	80
8.2 Dekomponering av strategisk fordel .....	81
8.3 Dekomponering av driftsfordel .....	83
8.4 Dekomponering av finansieringsfordelen .....	90
8.5 Oppsummering av strategisk rentabilitetsanalyse .....	92
<b>9 Fremtidsbudsjettering.....</b>	<b>92</b>
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	92
9.2 Analyse av vekst og andre budsjett drivere .....	95
9.2.1 Analyse av driftsinntektsvekst .....	95
9.2.2 Andre budsjett drivere.....	97
9.3 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm.....	101
<b>10 Fremtidskrav og Strategisk Fordel .....</b>	<b>105</b>
10.1 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld .....	105
10.2 Krav til netto driftskapital.....	109
10.3 Analyse av strategisk fordel i fremtidsbudsjett.....	110

<b>11 Fundamental Verdsettelse .....</b>	<b>112</b>
11.1 Oversikt over metoder og modeller .....	112
11.2 Egenkapitalmetoden.....	113
11.3 Selskapskapitalmetoden.....	114
11.4 Konvergens mot foreløpig verdiestimat.....	116
11.5 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet.....	117
11.6 Oppsummering verdiestimat og usikkerhet.....	119
<b>12 Supplerende Verdivurdering .....</b>	<b>120</b>
12.1 Rammeverk for verdivurdering med multiplikatormodellen .....	120
12.2 Verdivurdering ved multiplikatormodellen.....	121
12.2.1 Pris/Bok-forholdet .....	122
12.2.2 Pris/Fortjeneste-forholdet .....	122
12.2.3 Oppsummering komparativ verdsettelse .....	122
<b>13 Oppsummering og Konklusjon - Handling.....</b>	<b>123</b>
<b>Referanser.....</b>	<b>125</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Målsetting

Ved valg av emne til masterutredningen var målet mitt at jeg skulle få benytte mest mulig av kunnskapen jeg har tilegnet meg gjennom studietiden min på NHH, samt at jeg ville arbeide med et emne som interesserte meg. Hovedprofilen min på masternivå har vært Finansiell Økonomi, der jeg bevisst har valgt fag der verdsettelse er en viktig komponent. En stor del av fagene jeg har valgt går direkte inn på verdsettelse av bedrifter, blant annet Corporate Finance (FIE402E), Valuation (FIE437), Strategisk Rekneskapsanalyse og Verdsettelse (BUS440) og Applied Finance (FIE435). I tillegg har jeg valgt fag som omhandler kapitalforvaltning og porteføljeoptimering, der man ikke går direkte inn på verdsettelsen i seg selv, men der resultatene fra en verdsettelse er viktig input videre i modellene for aktiv forvaltning og porteføljeoptimering. Her har jeg fullført fag som Finansmarkeder (FIE400N), Kapitalforvaltning (FIE426) og Applied Portfolio Management (FIE438). I en verdsettelsesoppgave vil jeg også få bruk for en del av fagene jeg har hatt på bachelornivå, spesielt gjelder dette Strategisk Ledelse (SOL040) og Firm Strategy and Competition (VOA011) som omhandler strategisk analyse.

Det er flere grunner til at jeg har valgt å analysere Havfisk. For det første ville jeg se nærmere på en norsk børsnotert bedrift som ikke blir fulgt av mange analytikere fra før, der sjansen for at aksjeprisen ikke reflekterer all tilgjengelig informasjon er større enn for selskaper som blir fulgt tettere. I tillegg ville jeg se nærmere på en bransje der norske bedrifter spiller en stor og viktig rolle. På grunn av de geografiske fortrinnene med en langstrakt kystlinje vil norsk fiskerinæring ha et svært godt utgangspunkt for å ha en viktig rolle også i fremtiden. Den siste grunnen var at jeg ville sette meg inn i en bransje jeg ikke hadde noe kunnskap om på forhånd, slik at jeg har fått prøvd hvordan det er å sette seg inn i en helt ny bransje fra starten av.

## 1.2 Avgrensning

Jeg har valgt å sette datoen for verdsettelsen til 31. Oktober 2014. Dette er like før virksomhetene som inngår i analysen offentliggjør regnskapstallene for tredje kvartal, slik at jeg ikke inkluderer disse tallene i analysen. Jeg gjør denne avgrensingen av praktiske grunner. Siden offentliggjøringen av tredje kvartal kommer så tett opp mot innleveringsfristen, blir det knapt med tid til å innarbeide de nye tallene i analysen og

rapporten. Videre har jeg valgt å utelukke opsjonsbasert verdivurdering i denne oppgaven. For en mer grundig begrunnelse av denne beslutningen vises det til kapittel 3.2, der jeg begrunner valg av verdsettelsesmetoder.

### 1.3 Struktur

Jeg vil strukturere oppgaven i tre hoveddeler. Del 1 starter med en presentasjon av forholdene i bransjen og bedriften. Deretter vil jeg begrunne valget av verdsettingsteknikk, før jeg gjør en strategisk analyse av bedriften og bransjeforholdene for å se om det er kvalitative forhold som tilsier at Havfisk har en strategisk fordel. Del 2 består av en kvantitativ regnskapsanalyse der målet er å avdekke om regnskapstallene tilsier at Havfisk har en strategisk fordel. Her vil jeg først tilpasse regnskapstallene for investororientert analyse. Deretter vil jeg gjøre en kvantitativ analyse av risiko og lønnsomhet for å se om bedriften har en strategisk fordel. I del 3 vil jeg utføre selve verdsettelsen. Jeg vil først utarbeide et fremtidsregnskap basert på innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen. Deretter vil jeg bruke ulike metoder for fundamental verdsettelse for å finne et verdiestimat på egenkapitalen til Havfisk. Til slutt vil jeg supplere verdiestimatet ved å gjøre en komparativ verdivurdering.

## 2 Presentasjon av Hvitfiskindustrien og Havfisk ASA

### 2.1 Hvitfiskindustrien

For å kunne avdekke viktige forhold som påvirker Havfisk sitt lønnsomhetspotensial, er det viktig å definere bransjen som virksomheten opererer i. En bransje kan defineres som en gruppe virksomheter som produserer og selger lignende produkter, bruker samme type teknologi og skaffer produksjonsfaktorer fra samme faktormarked (Lipczynski, Wilson & Goddard, 2009). Havfisk ASA er et rendyrket fangstselskap og Norges største trålrederi (Havfisk, 2013). I all hovedsak er det hvitfisk som torsk, sei og hyse som fiskes, men konsernet har også en liten andel av rekefiske. Konsernet har 10 trålere som inkluderer 29,6 konsesjoner for torsk og hyse (av 87,792 totalt), i tillegg til 31,9 konsesjoner for sei (av 101,5 totalt). Dette tilsvarer rundt 10% av kvotene for fangst av hvitfisk i Norge. Den mest fokuserte bransjedefinisjonen for Havfisk vil være fangstsegmentet i den norske hvitfiskindustrien. Det vil derimot være problemer å finne tilstrekkelig regnskapsinformasjon fra komparative virksomheter innenfor fangstsegmentet, siden Havfisk er det eneste rendyrkede fangstselskapet i Norge som er børsnotert. Grunnen til at jeg har utelukket



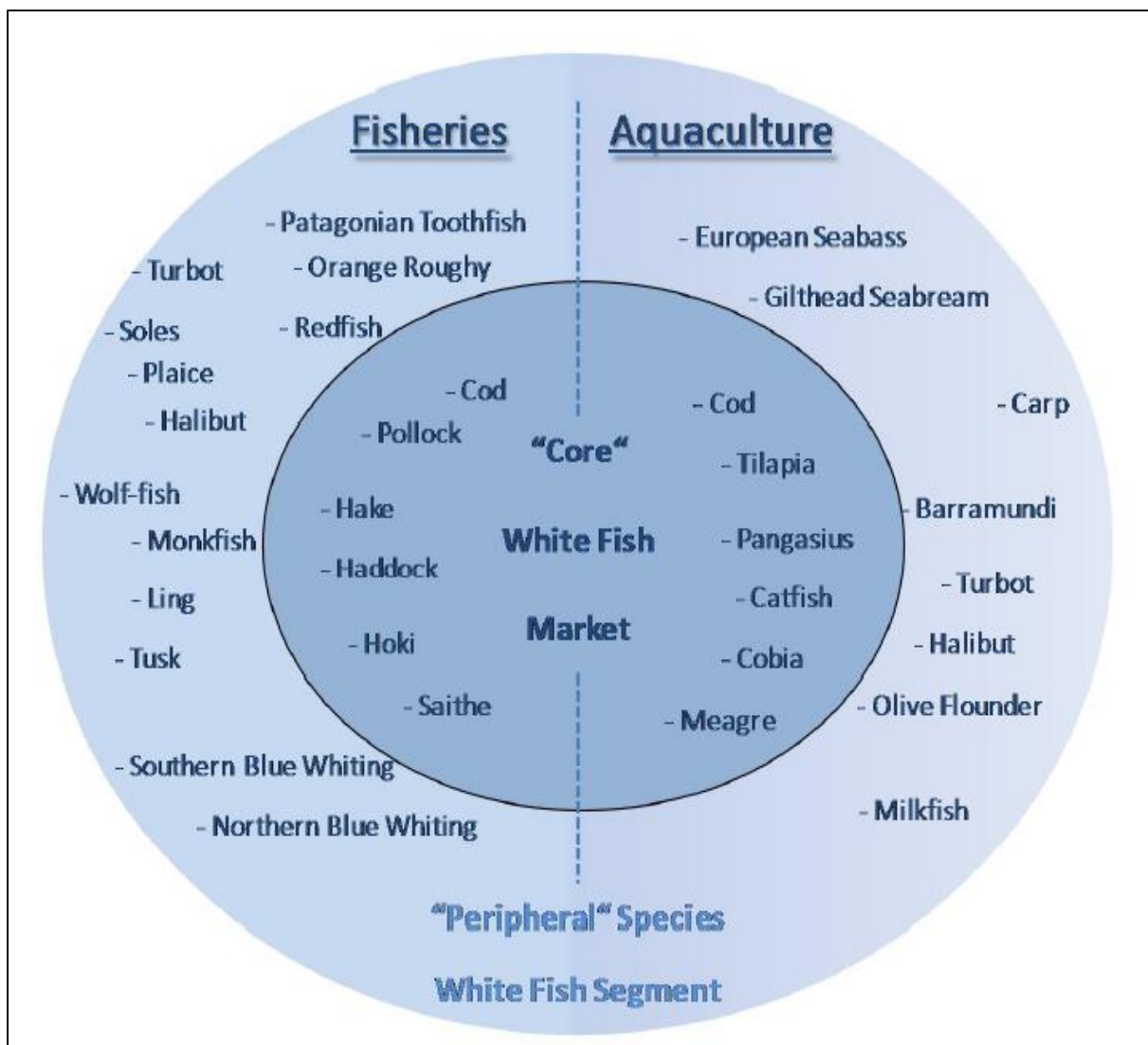
utenlandske virksomheter er at disse vil stå ovenfor helt andre rammevilkår enn de norske. Dette gjelder spesielt for fisken som er den viktigste produksjonsfaktoren. Ulike land har råderett over fiskebestandene i sine egne økonomiske områder, slik at de ikke skaffer produksjonsfaktorer fra samme faktormarked. Jeg har derfor valgt å definere bransjen som den norske hvitfiskindustrien, noe som inkluderer hele verdikjeden fra fangst til foredling og videresalg (Figur 1).



Figur 1 – Verdikjeden i Hvitfiskindustrien (Landbruks- og Matdepartementet, 2011)

### 2.1.1 Hvitfisksegmentet

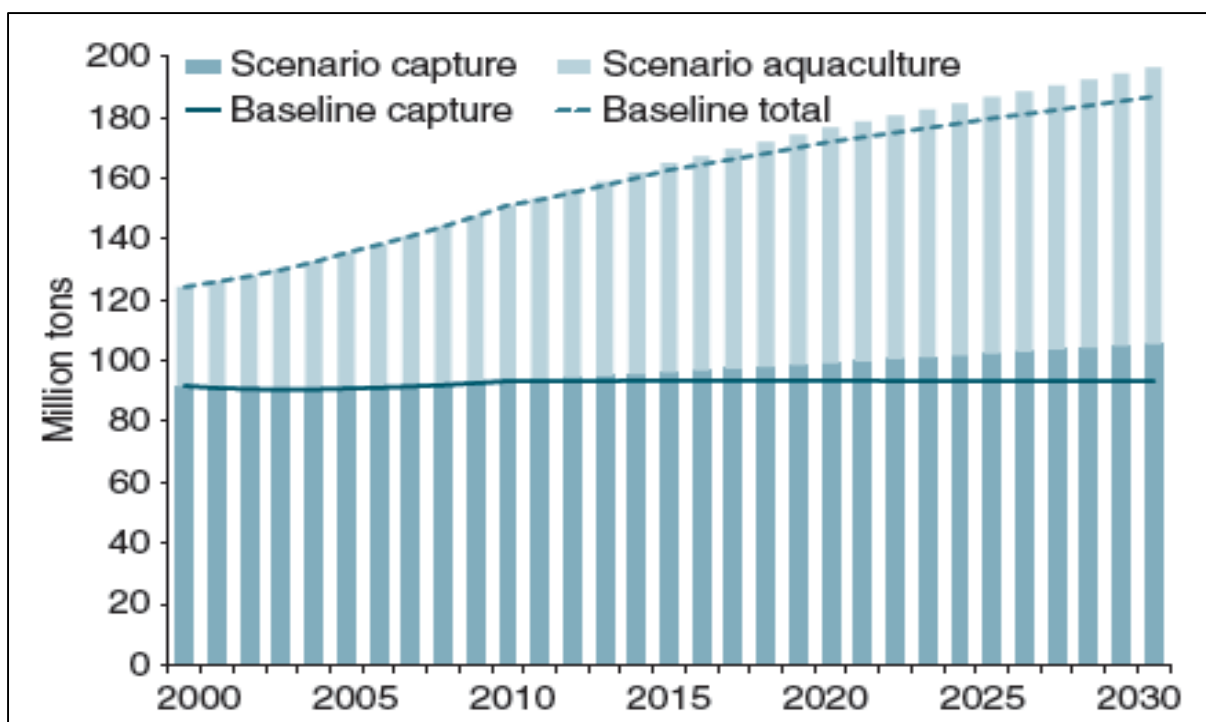
Hvitfisk er en markedsbetegnelse som refererer til fisk med hvitt kjøtt som ikke er «oljet», og som er beregnet på menneskelig konsum (Aker Seafoods, 2012). Hvitfisksegmentet består stort sett av arter som lever på eller nær havbunnen. De viktigste artene som lever nær bunnen klassifiseres ofte som bunnfisk. Hvitfiskindustrien omfatter både tradisjonelt fiske og oppdrett av arter innenfor hvitfisksegmentet, samt prosessering og videresalg av fisken som hovedsakelig foregår på land. Kjernemarkedet for fangst av hvitfisk består av de mest kommersielt anvendbare artene fra tradisjonelt fiskeri og oppdrett (Figur 2).



Figur 2 - Hvitfisksegmentet (Aker Seafoods, 2012)

### 2.1.2 Makroforhold i hvitfiskindustrien

I 2012 var den totale produksjonen fra fiskerinæringen på verdensbasis på 158 millioner tonn. Det tradisjonelle fiskeriet har vært stabilt rundt 90 millioner tonn siden 2007, mens mengden fra oppdrettsnæringen har økt fra 49.9 i 2007 til 66.6 millioner tonn i 2012 (FAO, 2014). Rundt 40% av fangsten fra det tradisjonelle fiskeriet består av pelagiske arter, hvorav 75-80% er arter som ikke er beregnet på menneskelig konsum, men brukes som fiskefor og til oljeproduksjon (Kontali Analyse, 2013). Det er lite som tyder på at mengden fra det tradisjonelle fiskeriet skal ha noen særlig økning i fremtiden, siden de mest kommersielle ressursene fra havet antas å være fullt utnyttet for en bærekraftig utvikling. Det er derimot ventet en betraktelig økning fra oppdrettsnæringen i tiden fremover (Figur 3).



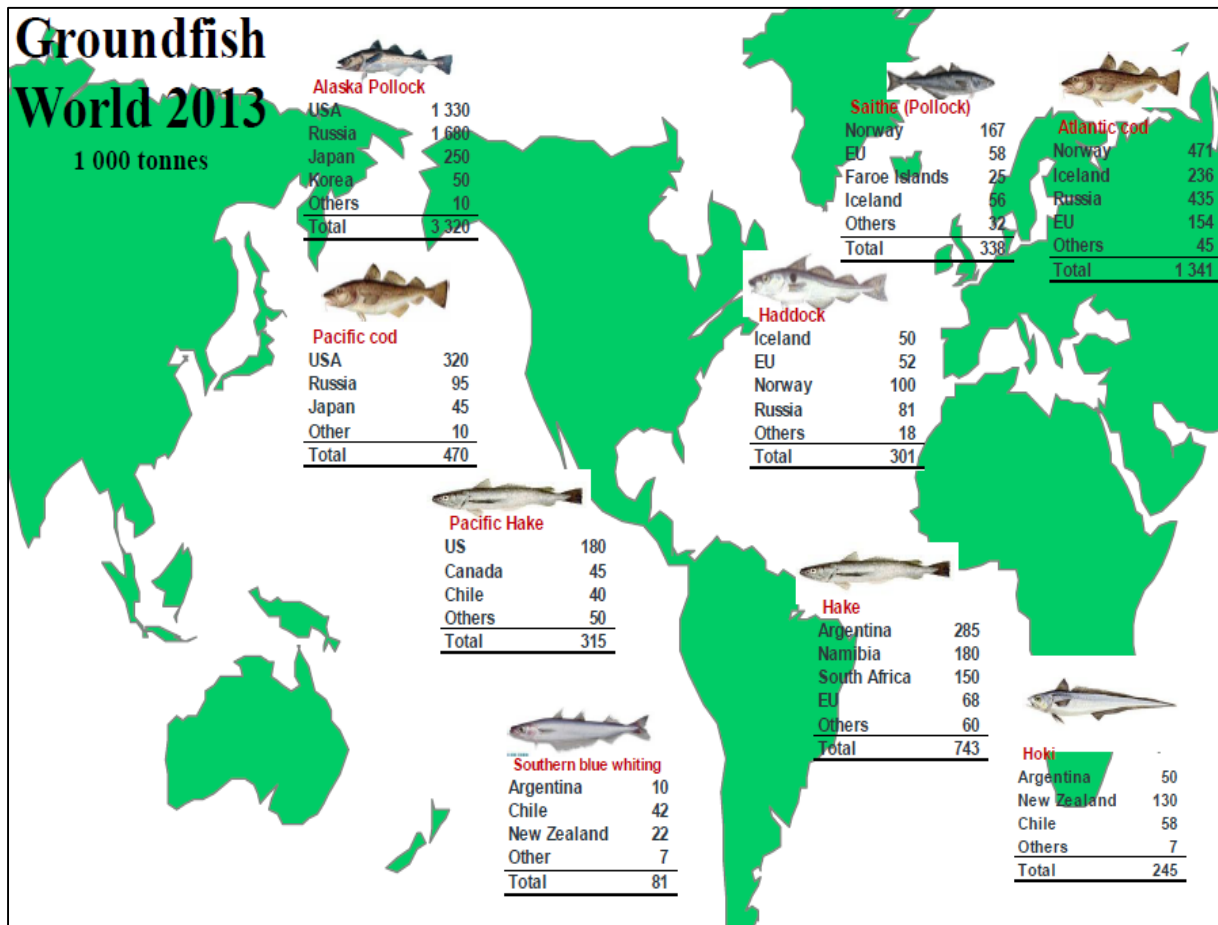
Figur 3 – Årlig Fiskeproduksjon (World Bank, 2013)

De 15-20 mest kommersielle artene fra hvitfisksegmentet utgjør rundt 12-13 millioner tonn, der rundt 6,8 millioner tonn kommer fra tradisjonelt fiskeri (Figur 4). Det meste av fisk fra oppdrett både produseres og konsumeres i Øst-Asia, men det har vært en økende tilgang på billig oppdrettsfisk i de vestlige markedene. Det har blitt gjort flere forsøk på oppdrett av torsk, men uten særlig kommersiell suksess. Oppdrett av torsk er i utvikling, men produksjonen har store kostnader på grunn av biologiske og tekniske utfordringer (Aker Seafoods, 2012).

Main Commercial Species			
Catch	6,8 mill mt	Aquaculture	5,4 mill mt
Alaska Pollock	46,3 %	Tilapia	61,8 %
Hake	15,6 %	Pangasius/Catfish	30,6 %
Atlantic cod	15,4 %	Seabass/Seabream	5,1 %
Pacific cod	5,8 %	Olive Flounder	0,9 %
Haddock	6,2 %	Cobia	0,8 %
Saithe	5,1 %	Barramundi	0,3 %
Hoki	4,5 %	Atlantic cod	0,3 %
Southern Blue Whiting	1,1 %	Turbot	0,2 %

Figur 4 – Kommersielle Hvitfiskarter (Aker Seafoods, 2012)

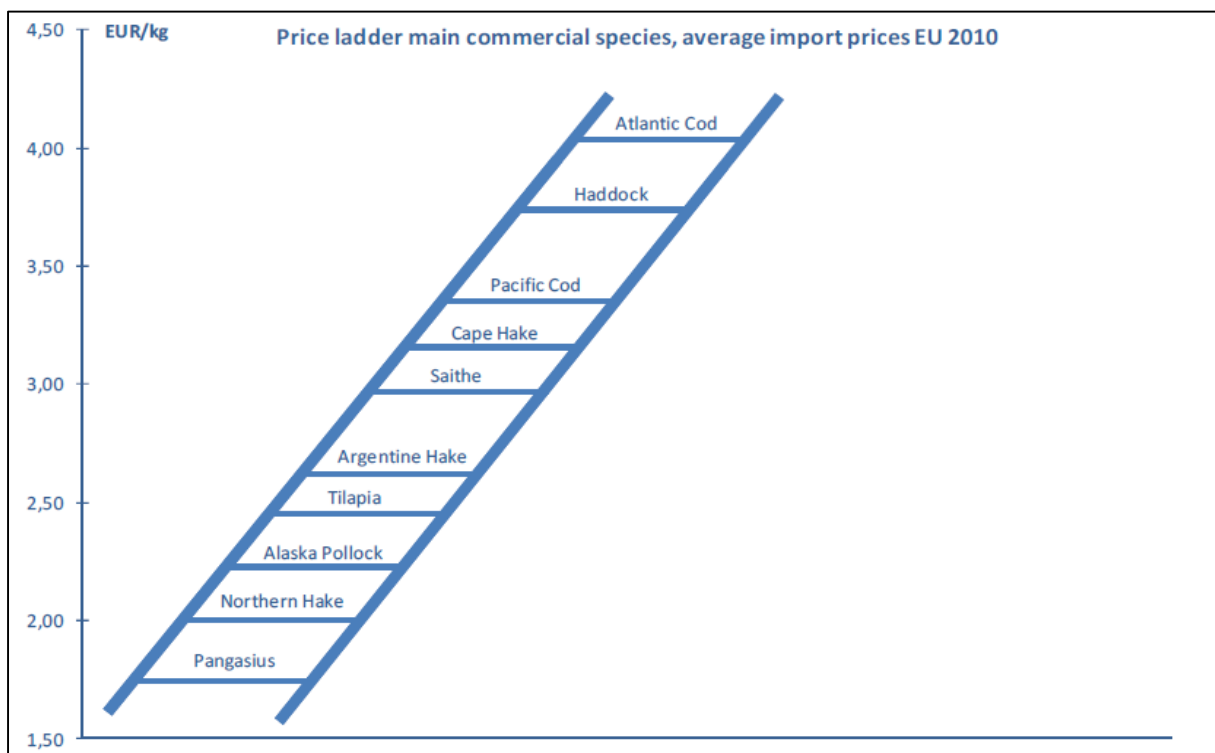
Det er store geografiske forskjeller mellom hvor de ulike artene fiskes. Alaska Pollock finnes i Beringhavet, slik at USA og Russland står for rundt 90% av den totale fangsten. Atlantisk torsk, hyse og sei finnes nord i Atlanterhavet, og blir hovedsakelig fisket av Norge, Island, Russland og EU. Figur 5 viser en oversikt over hvor de mest kommersielle artene fiskes.



Figur 5 – Fangst av Hvitfisk (Kontali Analyse, 2014)

Basert på gjennomsnittlige importpriser til EU-markedet i 2010 har Kontali Analyse laget en oversikt som viser hvordan de viktigste hvitfiskartene rangeres etter pris. Atlantisk torsk, hyse og sei er blant de dyreste artene fra hvitfisksegmentet, og blir regnet som høykvalitetsprodukter (Figur 6). Hovedmarkedene for disse artene er derfor utviklede land der betalingsviljen er høy. EU er det viktigste markedet for tradisjonelt fiskeri av hvitfisk. Rundt 45% av den totale fangsten av hvitfisk ender opp i EU-markedet. EU-markedet er spesielt viktig for torsk og andre høykvalitetsprodukter. I 2014 endte 63% av all torsk opp i EU-markedet. For hyse og sei ender rundt 52% av den totale fangsten opp i EU-markedet (Kontali Analyse, 2014).

Tilapia og Pangasius som er de viktigste artene fra oppdrett finner vi i det nedre sjiktet av prisstigen (Figur 6). Det meste av hvitfisk fra oppdrett konsumeres i Asia, der også det meste av produksjonen finner sted. Afrika og Latin-Amerika står også for en stor del av konsumet. I EU-markedet har det vært en økning i import av hvitfisk fra oppdrettsnæringen de siste årene. I tillegg til å være det viktigste markedet for lokale arter som torsk og kveite, så har EU-markedet også blitt den største importøren av pangasius fra Vietnam (Aker Seafoods, 2012).



Figur 6 – Gjennomsnittspriser på Hvitfisk (Aker Seafoods, 2012)

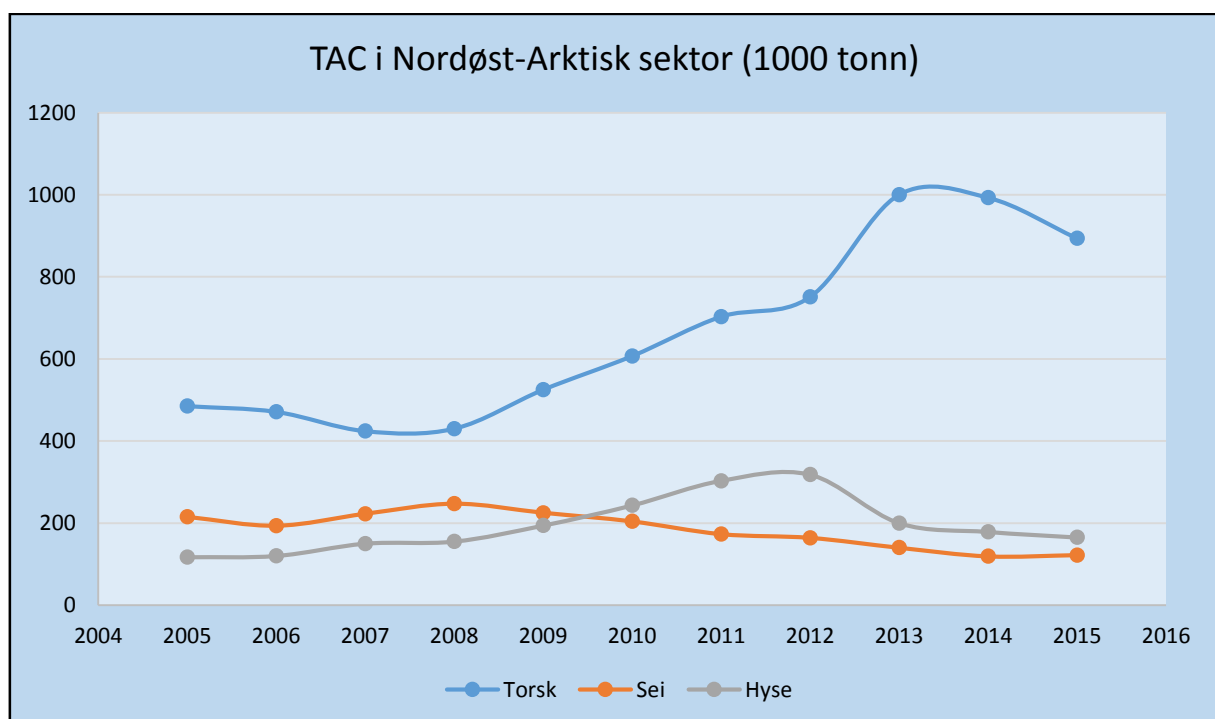
### 2.1.3 Den norske hvitfiskindustrien

Hvordan hvitfiskindustrien er strukturert varierer fra land til land. I utgangspunktet har hver nasjon kontroll over kvotene og rettighetene til å fiske i sine egne økonomiske soner. Strukturen i hvert enkelt land er ofte et resultat av reguleringer fra styresmaktene. Noen land har en fragmentert industri med mange aktører, mens andre land domineres av et lite antall store aktører. I tillegg er det stor variasjon i graden av vertikal integrasjon av fangst-, prosessering- og videresalgssleddet (Aker Seafoods, 2012).

Den norske hvitfiskindustrien er fragmentert med liten grad av vertikal integrasjon, selv om at det har vært tendenser til en økt konsolidering over de siste 20 årene. Den norske fangstleddet kan deles inn i kystflåten og den havgående flåten. Kystflåten består av en stor

mengde små og mellomstore fartøy som fisker langs kysten med konvensjonelt utstyr (linefiske, garn o.l.). Kystflåten står for størsteparten av den norske fangsten av hvitfisk, og leverer stort sett fersk fisk. Fangsten fra kystflåten er i stor grad avhengig av tilgjengeligheten på fisken, og har dermed store sesongvariasjoner (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2013). Den havgående flåten består av store trålere som ofte kan levere både fersk og fryst fisk. Disse er mindre avhengig av sesongvariasjoner, og kan dermed tilby fisk til prosesseringsleddet hele året. Her er Havfisk ASA, Nergård Havfiske AS, Prestfjord AS og Ervik Havfiske blant de største aktørene, men de har en relativt lav andel av de totale kvotene. De 40 største virksomhetene i det norske fangstleddet, har bare en 58% andel av de totale kvotene (Aker Seafoods, 2012).

Kvotene på fisken (TAC) blir satt på bakgrunn av råd fra ICES (International Council for the Exploration of the Sea). Rådene fra ICES er basert på forskning og en kontinuerlig overvåkning av de ulike fiskebestandene. Torskekvotene har økt betraktelig over de siste ti årene. Dette kan i stor grad tilskrives en god bærekraftig forvaltning av bestanden i det Nordøst-Arktiske området. ICES har anbefalt en liten reduksjon i TAC for torsk i 2015 (ICES, 2014). Kvotene for sei og hyse har vært stabile, men sei har hatt en svakt fallende trend mens hyse har hatt en svakt økende trend. Rådene fra ICES er at kvotene for sei og hyse holdes rundt samme nivå som i 2014 når kvotene for 2015 skal bestemmes (Figur 7).



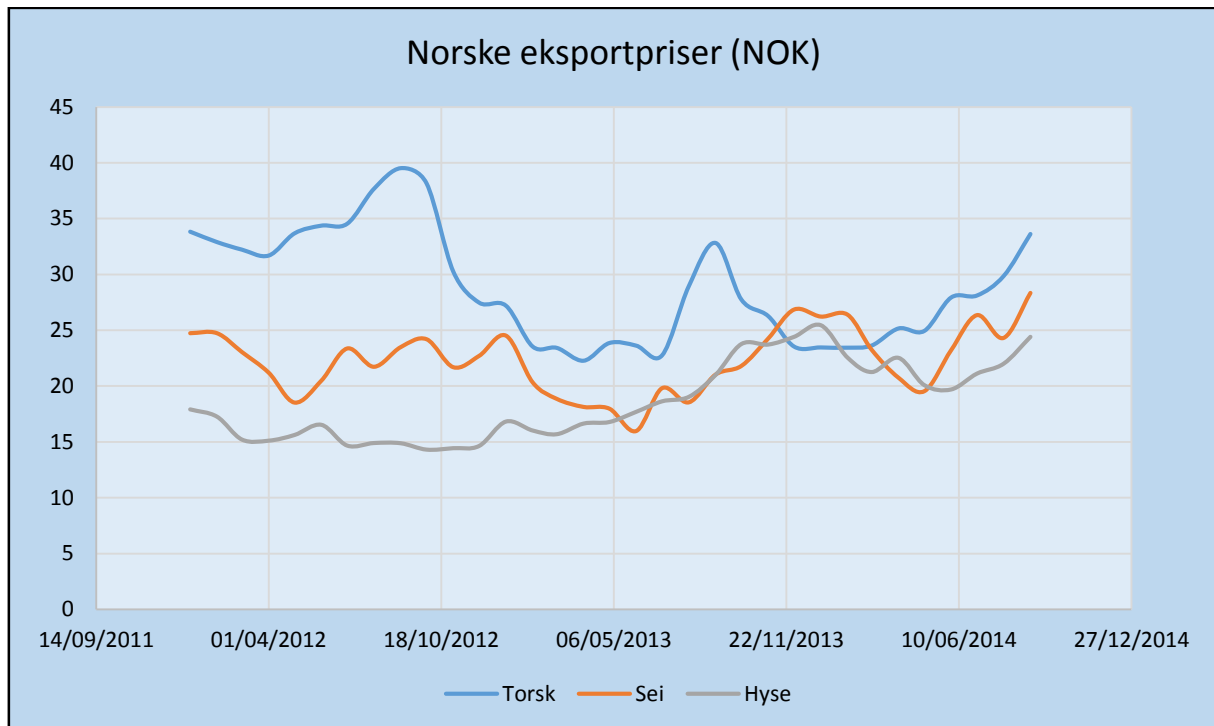
Figur 7 – Kvoter i Nordøst-Arktisk sektor (ICES, 2014)

Alt førstehåndssalg av villfanget fisk i Norge må skje gjennom et av de seks salgslagene i Norge. Salgslagene utfører offentlig myndighet fra Fiskeridirektoratet, og er opprettet for å sikre fiskerne oppgjør for fangsten. I tillegg har de en viktig rolle med tanke på ressurskontroll, slik at det ikke fiskes eller omsettes ulovlig fisk. Siden alt salg må skje gjennom salgslagene får Fiskeridirektoratet god informasjon om uttaket fra havet, noe som gjør at forskerne får et godt grunnlag for å beregne fremtidige kvoter. Dette er med på å sikre en god bærekraftig utvikling av ressursene (Aker Seafoods, 2012).

Fra salgslagene blir fisken solgt videre til foredlingsleddet. Det er rundt 300 aktive kjøpere av hvitfisk i Norge. Det er fire ulike hovedprodukter som kommer ut fra foredlingsleddet. Det er fryst fisk som er pakket og klar for eksport, prosessert fersk fisk, fiskefileter, i tillegg til saltet og tørket fisk fra konvensjonell industri (Aker Seafoods, 2012). Lønnsomheten i det norske prosesseringsleddet har i det siste tiåret vært lav. Dette gjelder spesielt for filetindustrien. Det er flere årsaker til denne lave lønnsomheten. Konkurransen fra lavkostland med billig arbeidskraft er en av de viktigste faktorene. Siden fisken som skal foredles varierer i størrelse og form, er det vanskelig å automatisere foredlingsprosessen uten at store mengder av fisken går bort som avfall i prosessen. Kutting og fjerning av bein er derfor en svært arbeidsintensiv oppgave (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2013). Det høye lønnsnivået i Norge relativt til utlandet reduserer derfor lønnsomheten til norsk foredlingsindustri. Et annet problem er overkapasitet. Siden fiskeriet er preget av store sesongvariasjoner vil det være ledig produksjonskapasitet i deler av året, slik at industrianleggene ikke drives optimalt.

Det meste av den norske fisken blir eksportert ut av landet, hovedsakelig til vestlige markeder og Kina. Det er i underkant av 300 registrerte eksportører av hvitfisk i Norge. Alle eksportører må være registrert i Norges Sjømatråd. Norges Sjømatråd markedsfører norsk sjømat over hele verden på vegne av den norske sjømatnæringen. I tillegg fungerer organisasjonen som næringens kilde til statistikk og handelsinformasjon om norsk sjømat. De gjennomsnittlige eksportprisene på norsk torsk falt kraftig i siste halvdel av 2012.

Torskeprisene hadde en midlertidig oppgang høsten 2013, før den har tatt seg opp betydelig utover høsten 2014. Seiprisene har fulgt mye av det samme mønsteret som torskeprisene i dette tidsrommet, mens hyseprisene har hatt en jevnt stigende trend over perioden (Figur 8).



Figur 8 – Norske gjennomsnittlige eksportpriser (Norges Sjømatråd, 2014a)

Faktagrnnlaget om makroforhold i kapittel 2.1.2 og den norske hvitfiskindustrien i kapittel 2.1.3 vil bli brukt i den bransjeorienterte strategiske analysen i kapittel 4.2. Makroforholdene vil bli analysert ved å bruke PESTEL-rammeverket, mens konkurranseforholdene i bransjen vil bli analysert ved å bruke Porters fem krefter som rammeverk. Målet vil være å se om forholdene i bransjen og makroomgivelsene gir grunnlag for at Havfisk har en strategisk bransjefordel.

#### 2.1.4 Gjennomsnittsvirkosmheten i bransjen

Hvitfiskindustrien er en bransje som er regulert av internasjonale organisasjoner og styresmaktene i ulike land. Rammevilkårene for en bedrift i den norske hvitfiskindustrien skiller seg fundamentalt fra rammevilkårene for bedrifter i andre land. Jeg vil derfor bruke virksomheter fra den norske hvitfiskindustrien som bransjegjennomsnitt i min analyse av Havfisk. Jeg har valgt Domstein ASA og Nergård AS som komparative virksomheter, i tillegg til at Havfisk selv inngår i bransjegjennomsnittet. Disse virksomhetene vil fungere som målestokk ved den strategiske regnskapsanalysen. Jeg mener at de valgte virksomhetene har lignende drift og operasjonell risiko som Havfisk, og at de produserer og selger lignende produkter. Spesielt rammevilkårene for kvoter, tilgjengeligheten på fisken og prisoppnåelse på fisken vil være tilsvarende for virksomhetene. Fisken som er den viktigste produksjonsfaktoren må i tillegg skaffes fra samme faktormarked for disse virksomhetene.



På bakgrunn av Lipczynski, Wilson og Goddard (2009) sin definisjon av en bransje, mener jeg at de valgte virksomhetene vil utgjøre et bransjegjennomsnitt som gir en god målestokk jeg kan måle Havfisk sin lønnsomhet opp mot.

#### Havfisk ASA

Havfisk var et vertikalt integrert selskap med egne foredlingsanlegg frem til 2011, da foredlingssegmentene som lå under Norway Seafoods ble utdelt til aksjonærene. Disse segmentene hadde over lang tid slitt med lønnsomheten. Siden dette skillet har Havfisk og Norway Seafoods hatt separat eierskap og ledelse, der Havfisk har drevet videre som et rendyrket fangstselskap. Selskapene har derimot fortsatt et tett samarbeid der Havfisk har inngått langsiktige avtaler med tanke på levering av fisk og operasjonell leasing av anlegg til Norway Seafoods (Havfisk, 2013).

Etter Fiskesalgslagsloven med forskrifter, må alt førstehåndssalg av villfanget fisk skje gjennom salgslagene i Norge. For Havfisk betyr dette i praksis at salg må skje gjennom Norges Råfisklag, og Sunnmøre og Romsdal Fiskesalgslag, som henholdsvis står for 84% og 15% av konsernet sine salgsinntekter. Godkjente kjøpere kan kjøpe fisken fra disse to salgsorganisasjonene. Fisken fra Havfisk havner hovedsakelig i tre ulike verdikjeder (Aker Seafoods, 2012):

1. Fersk fisk levert i Norge for videre prosessering, der hovedkundene er filetprodusenter som Norway Seafoods.
2. Fryst fisk levert i Norge for videre prosessering. Dette går hovedsakelig til klippfiskprodusenter.
3. Fryst fisk levert til Øst-Europa og Kina for videre prosessering.

Havfisk har et fiske med store sesongvariasjoner. I januar og februar fisker trålerne etter torsk og hyse utenfor kysten av Finnmark. Noen fartøy går ned mot kysten av Lofoten-området etter hvert som torsken kommer inn mot land. Mye av denne fisken leveres fersk. Fra februar til mai er det hovedsakelig fiske etter sei og torsk utenfor Møre og Romsdal, Haltenbanken og i Nordsjøen. I sommermånedene er det fiske av torsk og hyse fra Finnmark og opp til Bjørnøya. Fra september til desember fiskes det torsk, hyse og sei i området fra Finnmark til Bjørnøya og Hopen (Aker Seafoods, 2012).

Havfisk er nå midt inne i et flåtefornyingsprosjekt. Konsernet har inngått en avtale om å selge tråleren Rypefjord til et utenlandsk rederi for 41 millioner kroner. I tillegg planlegges det å selge Stamsund som kun kan levere fersk fisk. Tre nye trålere har blitt levert i 2013 og 2014, i tillegg til at flere av frysefartøyene er bygd om til kombitrålere som kan levere både fersk og fryst fangst. Dette er tiltak som skal øke lønnsomheten i driften ved at man får lavere drivstoffkostnader, samt at man får økt kapasitet, fleksibilitet og effektivitet i fisket. Det er estimert at de nye trålerne vil bruke 20% mindre drivstoff enn den nåværende flåten (Havfisk, 2013).

Den primære risiko for Havfisk sin verdiskaping er knyttet til den operasjonelle driften av fartøyene, der størrelsen på kvoter, tilgjengelighet på fisken og kostnader ved drift er viktige faktorer. I tillegg er virksomheten eksponert for risiko knyttet til prisoppnåelse på konsernets produkter (Havfisk, 2014b). Torsk er det viktigste produktet for Havfisk. I 2012 og 2013 stod salg av torsk for henholdsvis 52% og 63% av de totale driftsinntektene til virksomheten (Havfisk, 2013). Inntjeningen til Havfisk er i stor grad avhengig av kvotesituasjonen og prisene på fisken.

Kursutviklingen i Havfisk har vært svært positiv det siste året, noe som er i tråd med den positive prisutviklingen og kvotesituasjonen for torsk i denne perioden. 31. oktober 2014 hadde Havfisk sin aksje steget opp til 14.50 kr per aksje (Figur 9).

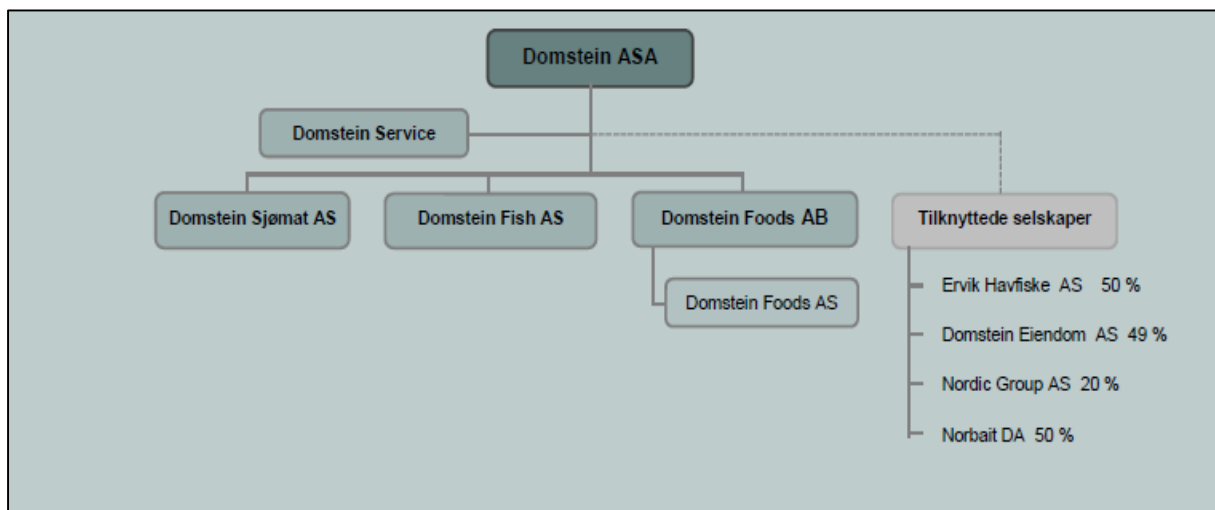


Figur 9 (Yahoo Finance, 2014)

I September 2010 mottok Havfisk et krav fra den islandske banken Glitnir på 99 millioner NOK. Bakgrunnen for kravet var at Havfisk hadde opphevet en rente og valuta-swap avtale fra 2005 etter at banken i 2008 ble satt under administrasjon. Havfisk har bestridd kravet, med henvisning til at selskapet hadde rett til å oppheve avtalen gitt de gjeldende omstendighetene. I desember 2011 ble Havfisk stevnet for retten av Glitnir, med et krav om tilbakebetaling av 105 millioner NOK i tillegg til renter. I slutten av desember 2013 ble Havfisk dømt i Reykjavik herredsrett til å betale 158 millioner NOK til Glitnir. Dommen er ikke rettskraftig, og har blitt anket til Islandsk Høyesterett. Det er ventet at saken tidligst vil komme opp i slutten av 2014. Det har blitt gjort avsetninger på 158 millioner NOK knyttet til dette kravet i finansregnskapet for 2013 (Havfisk, 2013).

### Domstein ASA

Domstein er en vertikalt integrert virksomhet som driver med fangst, foredling og eksport av hvitfisk og pelagisk fisk. Selskapet er strukturert i tre hovedsegmenter, i tillegg til at det har fire tilknyttede selskaper (Figur 10).



Figur 10 – Selskapsstruktur Domstein ASA (Domstein, 2013)

Segmentet Domstein Fish driver fryselager og internasjonal handel med fisk. Dette innebærer blant annet agn til lineflåten. Domstein Foods holder til i Lysekil og Kungshamn, der de hovedsakelig selger og markedsfører bearbeidet sjømat til det skandinaviske markedet. Det ble nylig besluttet at dette segmentet skal overtas av Lofotenprodukt AS. Bakgrunnen for dette salget er at Domstein vil fokusere på virksomheten sin i Norge. Transaksjonen ventes gjennomført i slutten av oktober 2014. Domstein Sjømat er ferskfiskgrossist, og distribuerer fersk sjømat over hele Norge (Domstein, 2013). Domstein

eier i tillegg 50% av aksjene i Ervik Havfiske. Dette er et fiskebåtrederi med virksomhet i Norge og Antarktis. Denne virksomheten skal sikre stabil og sporbar råstofftilgang for Domstein sine foredlingsanlegg. Hovedsakelig er det torsk, sei og hyse som fiskes. I motsetning til Havfisk som har trålere, benytter Ervik Havfiske seg av linefiske. Det er flere fordeler ved linefiske kontra å fiske med trål. Blant annet vil kvaliteten på fisken bli bedre siden man unngår klemskader og har bedre utblødning (Nofima, 2010). I tillegg vil det være mer miljøvennlig siden det er mer skånsomt for havbunnen og at problemet med bifangst blir lavere. Ervik Havfiske har 13 fartøy, der det nyeste ble bygd i 2011. De resterende 12 fartøyene er alle bygd mellom 1967 og 2001 (Ervik Havfiske, 2014).

### Nergård AS

Nergård AS er et vertikalt integrert selskap som hovedsakelig driver med fangst, prosessering og videresalg av hvitfisk. I tillegg driver Nergård med produksjon av pelagisk fisk (Nergård, 2013). Fangstsegmentet er organisert i Nergård Havfiske AS som har fem trålere med 13,09 konsesjoner for torsk og hyse (av 87,792 totalt), og 14,74 konsesjoner for sei (av 101,5 totalt). Dette gjør at Nergård Havfiske har de nest største kvotene for fangst av Hvitfisk i Norge (Kontali Analyse, 2014). Nergård Havfiske har fire frysetrålere og en ferskfisktråler. Det nyeste fartøyet ble levert i 2001 (Figur 11).

Havfiskeflåten består av følgende fartøyer						
Rederi	Sted	Fartøy	Kjennetegn	Byggeår	Eierandel	Ant. torskekons.
Nergård Havfiske AS	Harstad	J. Begvoll	T-1-H	2000	100%	2,25
Nergård Havfiske AS	Harstad	Tønsnes	T-2-H	2000	100%	2,25
Nergård Havfiske AS	Harstad	Kasfjord	T-7-H	1974	100%	2,24
Nergård Havfiske AS	Harstad	Kågtind	T-37-H	1980	100%	2,23
Nergård Havfiske AS	Harstad	Arvid Nergård	T-8-H	1999	100%	1,85
Nergård Havfiske AS	Harstad	Ole-Arvid Nergård	T-5-H	2001	100%	2,27
					SUM	13,09

Figur 11 – Flåten til Nergård Havfiske (Nergård, 2009)

## 2.2 Forskjeller mellom Havfisk ASA og bransjegjennomsnittet

Havfisk skiller seg fra bransjegjennomsnittet først og fremst ved at det er et rendyrket fangstselskap med hovedfokus på torsk, sei og hyse. Havfisk solgte unna de ulønnsomme foredlingssegmentene sine i 2011 da Norway Seafoods ble utdelt til aksjonærene. Både

Domstein og Nergård har egne foredlingsanlegg, i tillegg til at de også til en viss grad driver med pelagisk fisk som makrell og sild.

Havfisk har i tillegg hatt et stort fokus på å øke fleksibiliteten i flåten sin ved å bytte ut gamle fartøy med nye, og satse på kombitrålere som kan levere både fersk og fryst fisk. Dette gir økt fleksibilitet i fisket, slik at virksomheten er mindre avhengig av sesongvariasjonene i fisket og dermed kan levere fisk til prosesseringsleddet utenfor sesong. I tillegg reduseres driftskostnader knyttet til lønn og drivstoff betraktelig, siden effektiviteten øker. Både Nergård og Domstein har en mye eldre flåte, der fleksibiliteten og effektiviteten vil være lavere.

En annen viktig forskjell kan være at bransjesnittet til en viss grad benytter seg av linefiske, mens Havfisk kun har trålere. Dette kan bidra til at kvaliteten på råstoffet fra bransjegjennomsnittet vil være noe høyere for bransjesnittet enn for Havfisk. Trålfiske vil derimot være mer effektivt ved at det bruker mindre drivstoff per tonn fangst (Aker Seafoods, 2012).

Disse ressursavvikene mellom Havfisk og bransjegjennomsnittet vil bli analysert nærmere i kapittel 4.3. Der vil jeg gjøre en internbasert ressursanalyse for å se om ressursavvikene kan bidra til en eventuell strategisk fordel for Havfisk.

### 3 Valg av Verdsettelsesteknikk

#### 3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker

Bedrifter kan verdsettes på flere ulike måter. Hovedsakelig er det tre ulike hovedteknikker som brukes. Disse er fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012). Disse hovedtypene er ikke gjensidig utelukkende, men kan brukes som supplement for hverandre. Jeg vil først gi en kort presentasjon av de tre teknikkene, før jeg begrunner valget mitt for hovedteknikk. Basert på valget av hovedteknikk, vil jeg til slutt presentere et rammeverk for hvordan jeg vil utføre verdivurderingen av Havfisk ASA.

##### 3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i at selskaper kan være feilpriset i markedet. I motsetning til passive investorer som mener at prisingen i markedet er effisient, vil en fundamental investor utfordre markedsprisen ved å se på historisk rapporterte tall og analyser av underliggende økonomiske forhold for å komme frem til et eget verdiestimat for

virksomheten (Penman, 2013). Fundamental verdsettelse kan lønne seg dersom den semi-sterke formen for markedseffisiens ikke holder. Det vil si at ikke all offentlig tilgjengelig informasjon reflekteres i aksjeprisene (Bodie, Kane & Marcus, 2011). Fundamental verdsettelse kan i så måte motvirke bobletendenser, ved at man utfordrer prisingen i markedet som påvirkes av markedspsykologi, trender og spekulasjon.

Det finnes to hovedmetoder for fundamental verdsettelse, med flere modeller innenfor hver metode. Den ene er egenkapitalmetoden (EK-metoden). Her verdsettes egenkapitalen direkte. Dette kan gjøres ved at man diskonterer de fremtidige frie kontantstrømmene til egenkapitalen, eller ved å ta summen av balanseført egenkapital og den diskonterte superprofitten til egenkapitalen (McKinsey & Company, Koller, Goedhart & Wessels, 2010). Alternativet er Selkapskapitalmetoden (SK-metoden). Her verdsettes egenkapitalen indirekte ved at man først finner verdien av selskapskapitalen, for deretter å trekke fra verdien av gjeld (Damodaran, 2012). Ved konsistent bruk vil EK-metoden og SK-metoden lede til samme verdiestimat.

### 3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er verdivurdering basert på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende bedrifter eller eiendeler. Dette er den mest brukte verdsettelsesmetoden i praksis, men bruken av mer sofistikerte metoder som fundamental verdsettelse har vært økende de siste årene (Imam, Barker & Clubb, 2008).

Det finnes to hovedmetoder for komparativ verdivurdering. Multiplikatormetoden går ut på at man sammenligner børsverdien til komparative virksomheter, justert for forskjeller i fundamentale forhold for å finne et verdiestimat. Vanlige multipler som brukes i praksis er Pris/Fortjeneste (P/E) og Pris/Bok (P/B). Substansverdimodellen går ut på at man finner estimat på virksomhetens individuelle eiendeler ved å sammenligne de med markedsverdien på komparative eiendeler. Verdien på EK kan dermed estimeres som substansverdien til eiendelene, minus den komparative verdien på gjeld. Substansverdimodellen passer best i bransjer der det er enkelt å finne verdien på komparative eiendeler (Damodaran, 2012).

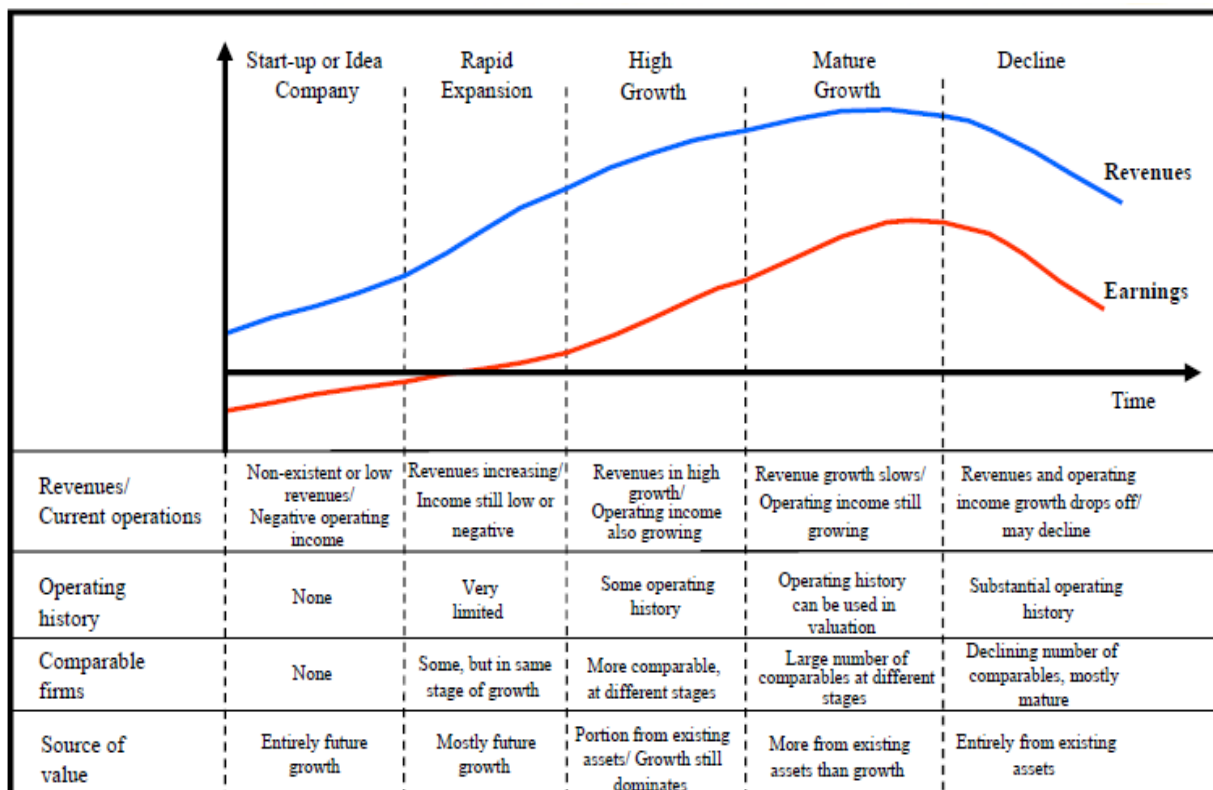
### 3.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er separat verdivurdering av fleksibilitet og andre realopsjoner gjennom opsjonsprising. Verdiestimatet finnes som summen av fundamentalverdi (statisk

verdi), og verdien av særlig fleksibilitet (realopsjoner) som finnes separat gjennom opsjonsprising. Det er særlig tre typer av realopsjoner som er viktige for verdsettelse. Det er muligheten til å utsette, muligheten til å utvide, samt muligheten til å forlate et prosjekt (Damodaran, 2012). Ved vanlig fundamental verdivurdering er slike realopsjoner ofte bygd inn i verdiestimatet gjennom forventningene til fremtidig vekst. Det kan derimot argumenteres for at å prise disse realopsjonene separat vil gi et bedre verdiestimat (Penman, 2013).

### 3.2 Valg av hovedteknikk

Hva som er den beste teknikken for verdivurdering er avhengig av hvilken virksomhet som skal analyseres. Det er spesielt hvilken bransje virksomheten opererer i, hvilken fase av livssyklusen virksomheten er i, og om det er ventet at virksomheten skal ha fortsatt drift som bestemmer hvilken metode som bør brukes. Damodaran (2012) har laget en oversikt over utfordringer man møter når man skal verdsette virksomheter i ulike faser av livssyklusen (Figur 12).



Figur 12 – Utfordringer knyttet til verdsettelse over livssyklusen (Damodaran, 2012)

Havfisk er en moden virksomhet i en bransje med stabil vekst. For en virksomhet i denne fasen er det vanlig at driftsinntektsveksten avtar, men at netto inntekt og cash flow øker på grunn av lavere behov for investeringer. Virksomheten har en driftshistorie som kan brukes som estimat på fremtiden, i tillegg til mange sammenlignbare selskaper. Eksisterende eiendeler står for en større del av verdien enn vekstmulighetene (Damodaran, 2012). På grunn av dette vil fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodeller være de mest hensiktsmessige metodene for å verdsette en virksomhet i denne fasen.

Det finnes flere gode grunner til å bruke komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodeller. Fordelene er hovedsakelig knyttet til at metoden er enkel å bruke, enkel å forstå, samt at behovet for forutsetninger er mindre enn for fundamental verdsettelse. I tillegg vil en komparativ verdsettelse reflektere trender i markedet, i og med at verdiene måles relativt. Det er derimot flere bakdeler med å bruke komparativ verdsettelse. Ved å basere verdsettelsen på bare en multippel og en gruppe sammenlignbare selskaper, er det stor fare for at viktige egenskaper som risiko og vekstpotensial blir ignorert (Damodaran, 2012). I tillegg er det fare for at estimatet blir for høyt dersom markedet overpriser de sammenlignbare selskapene, eller at estimatet blir for lavt dersom markedet underpriser disse selskapene. På denne måten kan komparativ verdsettelse være med på å forsterke bobletendenser i markedet (Penman, 2013).

Fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse vil som regel komme frem til forskjellige verdiestimat. Dette skyldes hovedsakelig forskjellige syn på markedseffisiens. Ved å bruke fundamental verdsettelse, antar man at det kan oppstå feilprising i markedet, gjerne i hele bransjer eller markeder, men at disse korrigeres over tid langs en fundamental verdi. Ved å bruke komparativ verdsettelse antar man at individuelle virksomheter kan være feilpriset, men at markedet er riktig priset på gjennomsnittet (Damodaran, 2012). Det finnes svært sprikende forskning rundt markedseffisiens. I følge Barney (2002) er ikke markedene effisiente av flere grunner. Den ene grunnen er PEAD (post-earnings announcement drift). Etter at en virksomhet offentliggjør regnskapsinformasjon, er det en tendens til at aksjekursen drifter i en lengre periode i stedet for at informasjonen umiddelbart blir reflektert i kursen. Patell og Wolfson (1984) hevder derimot at det meste av kursendringene som følge av informasjon om utbytte eller inntjening skjer innen 10 minutter etter



offentliggjøring. I følge Eilifsen, Knivsflå og Sættem (2001) ser det ut som at offentliggjøring om inntjening kraftig reduserer informasjonsasymmetrier mellom investorer. Jeg vil, som de fleste andre fundamentale investorer, hevde at aksjeprisene bare delvis reflekterer all offentlig tilgjengelig informasjon, slik at analytikere som bruker ressurser på å analysere virksomheter får belønning for dette (Grossman & Stiglitz, 1980). På bakgrunn av dette vil jeg velge fundamental verdsettelse som hovedteknikk, og bruke komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodeller som supplement.

Det finnes hovedsakelig tre typer realopsjoner som er viktige for verdsettelse. Den ene er muligheten for å utsette et prosjekt. Det er spesielt tre tilfeller der muligheten for å utsette vil ha innvirkning på en verdsettelse. Det første tilfellet gjelder utvikling av landområder. For en tomteeier vil tidspunktet for eventuell boligutbygging påvirke verdien, i og med at boligprisene endrer seg over tid. Det andre tilfellet gjelder patenter der produsenten har eksklusive rettigheter til å produsere det patenterte produktet. Det siste tilfellet gjelder naturressurser der ubenyttede reserver kan utnyttes når virksomheten måtte ønske det (Damodaran, 2012). For Havfisk sin del kunne dette være en mulighet dersom de eide fisken i havet og kunne velge selv når de ville ta ut fisken. Det er derimot det norske folket om eier fisken i norske økonomiske soner, der Havfisk får utdelt kvoter som sier hvor mye fisk som kan fiskes årlig. Havfisk har derfor ingen realopsjon for utsettelse som burde verdsettes ved bruk av opsjonsprising. De to andre typene av realopsjoner er muligheten for å utvide og muligheten for å forlate et prosjekt (Damodaran, 2012). For Havfisk sin del, mener jeg at det ikke er noen realopsjoner knyttet til å utvide eller forlate prosjekter som krever separat verdsettelse. Jeg har derfor valgt å ikke bruke opsjonsbasert verdsettelse i min analyse. Eventuelle realopsjoner som Havfisk ASA har, vil bli innarbeidet i verdiestimatet gjennom min forventning til fremtidig vekst (Penman, 2013).

### 3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

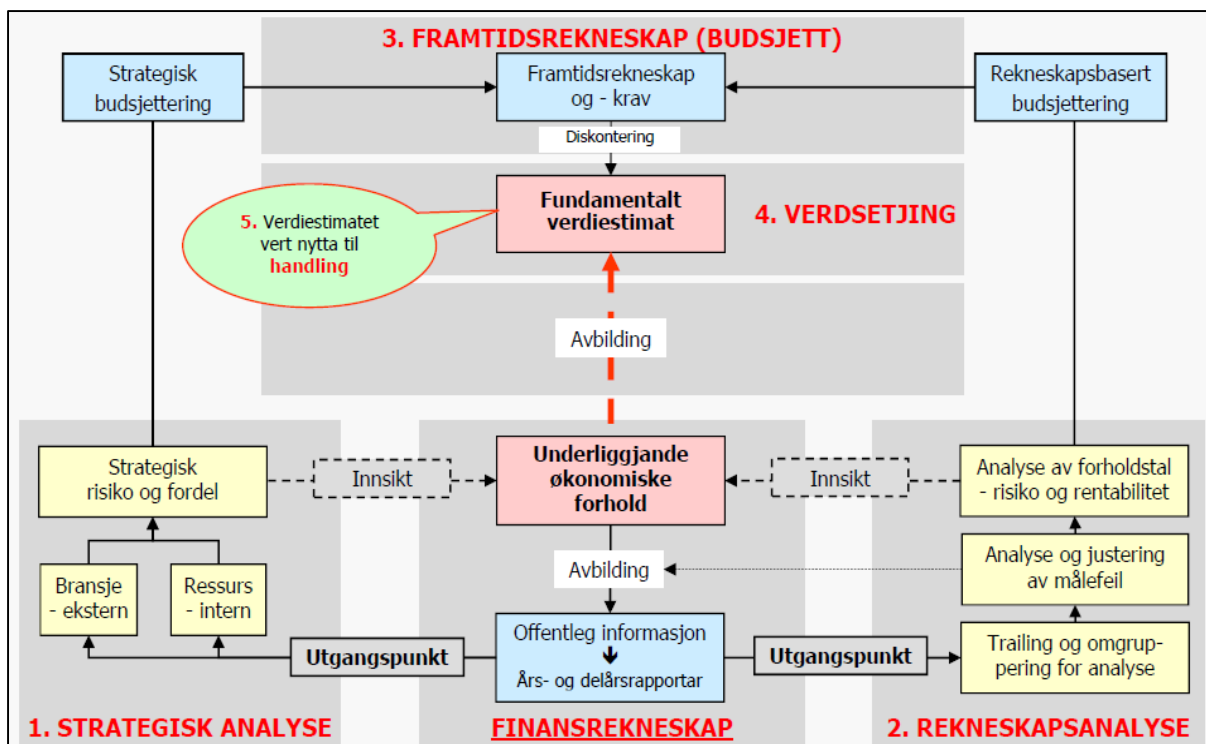
Rammeverket jeg vil bruke for å gjøre en fundamental verdivurdering av Havfisk ASA består av fem hoveddeler (Figur 13). Utgangspunktet for den fundamentale verdsettelsen er offentlig tilgjengelig informasjon, samt års- og kvartalsrapporter. Jeg vil bruke disse for å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i Havfisk ASA.

Jeg vil begynne med en strategisk analyse i kapittel 4. En strategisk analyse er et viktig utgangspunkt for den fundamentale verdsettelsen, siden den gir kvalitativ innsikt i

virksomhetens lønnsomhet og risiko (Palepu, Healy & Peek, 2010). Målet er å finne ut om det er kvalitative forhold som tilsier at Havfisk har en strategisk fordel. Den strategiske analysen består av en ekstern bransjeorientert analyse der jeg først ser på hvordan makroomgivelsene påvirker bransjen i form av en PESTEL-analyse, for deretter å analysere konkurranseforholdene i bransjen ved å bruke Porters fem krefter. Til slutt vil jeg utføre en intern ressursanalyse for å se om det er kvalitative forhold som tilsier at Havfisk har en lønnsomhet som er større enn for bransjen.

Den neste hoveddelen består av en regnskapsanalyse der målet er å avdekke de underliggende økonomiske forholdene i Havfisk, for å se om det er grunnlag for at virksomheten har en strategisk fordel. Regnskapsanalysen er en kvantitativ analyse der jeg bruker Havfisk sine rapporterte regnskapstall som grunnlag. Regnskapsanalysen består av flere viktige steg. Første steg er å gjøre regnskapstallene klare for en investororientert analyse. Dette gjøres i kapittel 5 ved å utarbeide trailing, omgruppere tallene etter drift, finans, normale og unormale poster, samt avdekke og justere for målefeil (Palepu, Healy & Peek, 2010). Det neste steget er å analysere risiko, noe som blir gjennomført i kapittel 6. Her gjøres en likviditetsanalyse for å avdekke kortsiktig risiko, og en soliditetsanalyse for å avdekke langsiktig risiko. Deretter vil jeg finne historiske avkastningskrav til egenkapital, netto finansiell gjeld og netto driftskapital i kapittel 7. Regnskapsanalysen avsluttes av en strategisk rentabilitetsanalyse i kapittel 8, der den strategiske fordelene blir dekomponert i ulike kilder. Dette gir innsikt i de ulike komponentene som utgjør den strategiske fordelene (Palepu, Healy & Peek, 2010).

De to neste hoveddelene består av fremtidsbudsjettering og verdivurdering. Første steget er å utarbeide fremtidsregnskapet i kapittel 9. Her vil jeg lage et fremtidsbudsjett for Havfisk basert på innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen. Videre vil jeg finne fremtidig krav til egenkapital, netto finansiell gjeld og netto driftskapital i kapittel 10. Det neste steget er å bruke fremtidsbudsjettet og fremtidskravene til å utføre verdsettelsen i kapittel 11, slik at jeg kommer frem til et verdiestimat på Havfisk sin egenkapital. Deretter vil jeg supplere med en komparativ verdivurdering i kapittel 12, der jeg bruker multiplikatormetoden. Basert på analysene vil jeg til slutt komme med en anbefaling om kjøp, hold eller salg av aksjen.



Figur 13 – Rammeverk for Fundamental Verdsettelse (Knivsflå, 2014)

## 4 Strategisk Analyse

### 4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Den strategiske analysen danner utgangspunktet for den fundamentale verdsettelsen, og skal gi en kvalitativ innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i Havfisk (Palepu, Healy & Peek, 2010). Som ekstern analytiker vil utgangspunktet for den strategiske analysen være offentlig tilgjengelig informasjon (Figur 14). Målet med analysen vil være å avdekke om bedriften har en strategisk fordel slik at den har evnen til å oppnå en rentabilitet som er større enn kravet, og å finne kildene til en slik eventuell strategisk fordel.

I en investororientert analyse er fokuset på eierne av bedriften. Virksomheten har en strategisk fordel for eierne dersom den har en egenkapitalrentabilitet som er større enn kravet (Palepu, Healy & Peek, 2010). Den strategiske fordelen kan dekomponeres i en driftsfordel og en finansieringsfordel (Knivsflå, 2014):

$$ekr - ekk = (ndr - ndk) \times (1 + nfgg) + (nfgk - nfg) \times nfgg$$

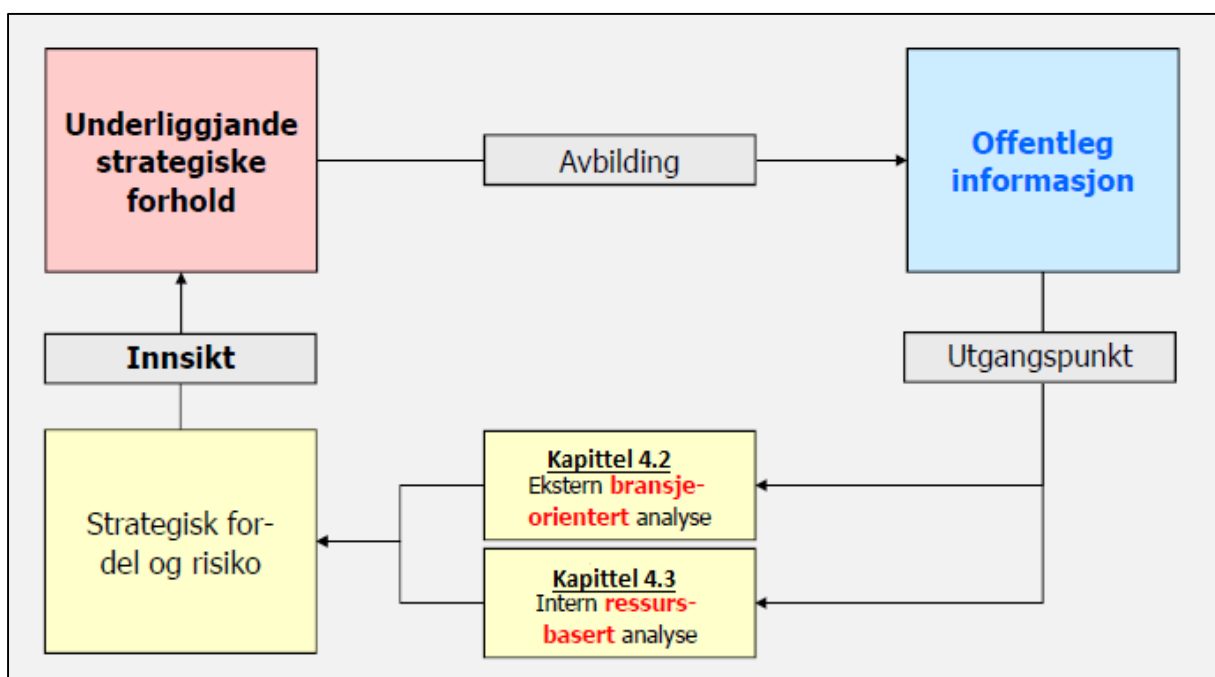
Virksomheten har en driftsfordel når netto driftsrentabilitet overstiger kravet. Denne øker på grunn av en gearingeffekt når netto finansiell gjeldsgrad øker. Den uskalerte

driftsfordelen kan videre dekomponeres i en ekstern bransjeorientert strategisk fordel og en intern ressursbasert fordel (Knivsflå, 2014):

$$ndr - ndk = (ndr_B - ndk) + (ndr - ndr_B)$$

Virksomheten har en bransjeorientert strategisk fordel dersom netto driftsrentabilitet i bransjen er større enn kravet. Jeg vil utføre en ekstern bransjeorientert analyse i kapittel 4.2 for å få innsikt i om bransjen har en slik fordel (Figur 14). Denne analysen kan deles i to deler. Den første delen består av en makroanalyse der jeg ser nærmere på hvordan trusler og muligheter i omgivelsene kan påvirke makroforholdene i bransjen. Her vil jeg bruke PESTEL som rammeverk. Deretter vil jeg se nærmere på konkurranseforholdene innad i bransjen ved å gjøre en lønnsomhetsanalyse. Til dette formålet bruker jeg Porters fem krefter som rammeverk. Samlet vil disse analysene gi innsikt i om bransjen har en netto driftsrentabilitet større enn kravet (Knivsflå, 2014).

Videre vil jeg se om Havfisk har en intern ressursbasert strategisk fordel i kapittel 4.3 (Figur 14). Det vil si om Havfisk har en netto driftsrentabilitet som er større enn netto driftsrentabilitet for bransjen. Ressursfordelen øker dersom selskapet har sterke sider internt i forhold til bransjen, eller reduseres dersom selskapet har svake sider internt. For å få kvalitativ innsikt i en eventuell ressursbasert strategisk fordel vil jeg bruke SVIMA-rammeverket i en ressursfordelsanalyse (Knivsflå, 2014).



Figur 14 – Rammeverk for Strategisk Analyse (Knivsflå, 2014)

Det har blitt gjort mye forskning på hvilke effekter som forklarer forskjeller i lønnsomhet mellom ulike virksomheter. Schmalensee (1985) har konkludert med at bransjeeffekter forklarer mye mer av forskjellene i lønnsomhet mellom bedrifter, enn individuelle bedriftsspesifikke effekter. Rumelt (1991), Roquebert, Phillips og Westfall (1996), McGahan og Porter (1997), Hawawini, Subramanian og Verdin (2003), og Misangyi, Elms, Greckhamer og Lepine (2006) derimot, konkluderer alle med at bedriftsspesifikke effekter er viktigere enn bransjeeffekter for å forklare forskjeller i lønnsomhet mellom bedrifter. Felles for alle er at bransjeeffekter forklarer under 20% av forskjellene i lønnsomhet. Gjerde, Knivsflå og Sættem (2010) har estimert hvor viktig bransje og ressursfordelen er for å forklare unormal avkastning på Oslo børs mellom 1986 og 2005. De fant i sitt utvalg at ressursfordelen i gjennomsnitt var fire ganger viktigere enn bransjefordelen.

## 4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

### 4.2.1 Makroanalyse - PESTEL

PESTEL er et engelsk akronym for Political, Economic, Social, Technological, Environmental og Legal. Rammeverket beskriver en strukturert fremgangsmåte for å kartlegge potensielle endringer i makroforholdene til en bransje. Slike endringer kan både representere trusler og muligheter for den økonomiske utviklingen til virksomheter i bransjen (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). Siden den norske hvitfiskindustrien i stor grad er en eksportnæring som er avhengig av det globale markedet, så vil globale utviklingstrekk og internasjonale trender kunne ha en stor påvirkningskraft på bransjen. Utgangspunktet for denne analysen vil være faktagrunnlaget om makroforholdene i bransjen fra kapittel 2.1.2.

#### *Politiske faktorer*

Politiske faktorer omfatter hendelser og beslutninger i det politiske miljøet som kan tenkes å påvirke forholdene i bransjen (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). I oktober 2010 ble den kinesiske opposisjonspolitikeren Liu Xiaobo tildelt Nobels Fredspris av den norskledede nobelkomiteen. Dette førte til et iskaldt politisk forhold mellom Norge og Kina. Kina innførte et strengere importregime, noe som gikk spesielt hardt utover norsk laks. Fra 2010 til 2011 ble lakseeksporten fra Norge til Kina kraftig redusert (SSB, 2012). Hvitfiskindustrien har per dags dato ikke blitt rammet direkte av sanksjoner, men siden Kina er den største importøren av norsk fryst hvitfisk er det store verdier som står på spill. Det er derimot lite som tyder på

at forholdet skal bli verre enn det var i 2010, så eventuelle sanksjoner som rammer eksporten av hvitfisk er lite sannsynlig på nåværende tidspunkt.

En annen viktig politisk faktor er den pågående Ukraina-konflikten. Russlands aggresjon har høsten 2014 ført til en isfront mellom Russland og Vesten, der en rekke økonomiske sanksjoner har blitt iverksatt av begge parter. Russland har blant annet stanset all import av norsk fisk fra 7. august 2014. Russland har vært det viktigste enkeltmarkedet for norsk sjømat, spesielt for makrell, sild, laks og ørret (Norges Sjømatråd, 2014b). Russland er en stor hvitfiskprodusent selv, og har dermed hatt svært begrenset import av norsk hvitfisk. Sanksjonene har derfor liten effekt på eksporten fra den norske hvitfiskindustrien. Det er knyttet stor usikkerhet til hvilke effekter Ukraina-konflikten vil få på lengre sikt. Det vil uansett være liten sannsynlighet for at konflikten vil få særlige konsekvenser for den norske hvitfiskindustrien.

#### *Økonomiske faktorer*

De økonomiske faktorene i rammeverket omhandler store makroøkonomiske variabler, samt aktuelle vekstrater for hvitfiskindustrien (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). En viktig trussel for hvitfiskindustrien er faren for økonomiske resesjoner. Krakk og kriser kan føre til at etterspørselen og betalingsviljen for hvitfisk går ned. Matprodukter er derimot noe man alltid må ha, slik at etterspørselen er relativt lite sensitive til konjunkturer.

Den norske hvitfiskbransjen består stort sett av dyre produkter av høy kvalitet (Figur 6), og er derfor avhengig av å eksportere fisk til utviklede land der betalingsviljen er høy.

Økonomisk utvikling i fremvoksende økonomier som BRICS-landene er derfor viktig for den norske hvitfiskindustrien. Økt middelklasse i disse landene øker antallet for potensielle kunder av norsk hvitfisk. Det er ventet at de fremvoksende økonomiene vil femdoble seg i perioden fra 2010 og frem til 2050, noe som vil føre til et betydelig større potensielt eksportmarked for norsk hvitfisk i fremtiden (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013).

### *Sosiokulturelle faktorer*

Sosiale endringer som påvirker bransjen inkluderer både kulturelle og demografiske skift i bransjens kundegruppe og omgivelsene generelt (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). En svært viktig faktor for hvitfiskindustrien er den økte befolkningsveksten i verden. FN har anslått at verdens befolkning vil øke til rundt 9,6 milliarder i 2050, der størsteparten av økningen skjer i byer i utviklingsland (United Nations, 2013). For å holde følge med befolkningsveksten bør matproduksjonen øke med 70% innen 2050. Mat fra landbruket vil sannsynligvis ikke kunne dekke dette behovet (DKNVS & NTVA, 2012). Dette vil føre til en betydelig økning i etterspørselen etter sjømat. Grunnet fare for overfiske kan ikke fangstvolumet fra tradisjonelt fiskeri av hvitfisk økes for å dekke denne etterspørselen. Økt etterspørsel som ikke kan mettes ved å øke volumet vil lede til et press mot økte priser (Pindyck & Rubinfeld, 2009). Dersom matproduksjonene fra havet skal øke på sikt, må det økte volumet eventuelt komme fra oppdrettsnæringen eller fra fangst av nye arter (Figur 3). Norge har en langstrakt kyst som egner seg godt til akvakultur, slik at det er store muligheter for å drive med oppdrett av hvitfisk dersom man får tilstrekkelig kunnskap og teknologi til at dette kan gjøres lønnsomt. Tradisjonell norsk hvitfisk vil i liten grad være et alternativ for fattige mennesker i den tredje verden på grunn av høy pris, men den vil være et viktig bidrag for å dekke den økte etterspørselen som følge av den fremvoksende middelklassen i mange land.

En viktig global trend er at folk begynner å bli mer opptatt av trening, helse og ernæring enn før. Sjømat er meget sunn mat som har mange positive effekter på folks helse. FAO/WHO anbefaler å øke inntaket av fisk for å redusere faren for hjerte- og karsykdommer (DKNVS & NTVA, 2012). En økt bevissthet rundt helse og ernæring vil også kunne være med på å gi en økt etterspørsel etter norsk hvitfisk.

### *Rettslige faktorer*

Rettslige faktorer gjelder generell lovgivning rundt bransjenes virksomhet (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). For tradisjonelt fiskeri er den viktigste faktoren knyttet til kvotene (TAC). Fiskebestandene overvåkes, og TAC blir satt etter råd fra ICES slik at man får en bærekraftig utvikling uten overfiske. Det vil være variasjoner i TAC fra år til år, men reguleringen av bransjen gjør at kvotene er relativt stabile. Det er lite som tyder på at de rettslige rammevilkårene rundt bransjen vil endres i særlig grad.

### *Teknologiske faktorer*

Det teknologiske perspektivet er i hovedsak knyttet til nye innovasjoner, og omfatter teknologi og kunnskap som benyttes i bransjen og i de generelle omgivelsene (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). Teknologisk utvikling og fall i transport- og kommunikasjonskostnader har historisk sett vært en viktig drivkraft for økonomisk vekst. Fiskerinæringen, som er en av verdens eldste industrier, har hatt en betydelig teknologisk utvikling. Ny teknologi har bidratt til et mer effektivt fiskeri, blant annet ved at drivstofforbruket reduseres, man får redusert bifangst, samt at selve fisket går raskere (Aker Seafoods, 2012).

Foredlingsleddet i den norske hvitfiskindustrien har over lengre tid slitt med lønnsomheten. Hovedgrunnen til dette er at foredlingsindustrien er arbeidsintensiv, og lønnsnivået i Norge er høyt. I 2013 var timelønnskostnadene i industrien i Norge 55% høyere enn hos handelspartnerne i EU (Sintef, 2014). Det er derfor store muligheter for å øke lønnsomheten ved å automatisere hele eller deler av foredlingsprosessen. Det har skjedd svært lite teknologisk utvikling på dette feltet de siste 30 årene. En viktig forutsetning for at det fortsatt skal foregå fiskeforedling i Norge i fremtiden, er at det blir en økt satsing på denne type teknologi i årene som kommer.

Innenfor oppdrett er det også store muligheter dersom man får teknologi og kunnskap på plass. Oppdrett av torsk har frem til nå ikke lyktes kommersielt grunnet produksjonsproblemer knyttet til tidlig kjønnsmodning, produksjon av høykvalitetsyngel og stort svinn (DKNVS & NTVA, 2013). Med bedre teknologi og økt kunnskap ligger det et enormt kommersielt potensiale i oppdrett av arktisk torsk av høy kvalitet.

### *Miljøfaktorer*

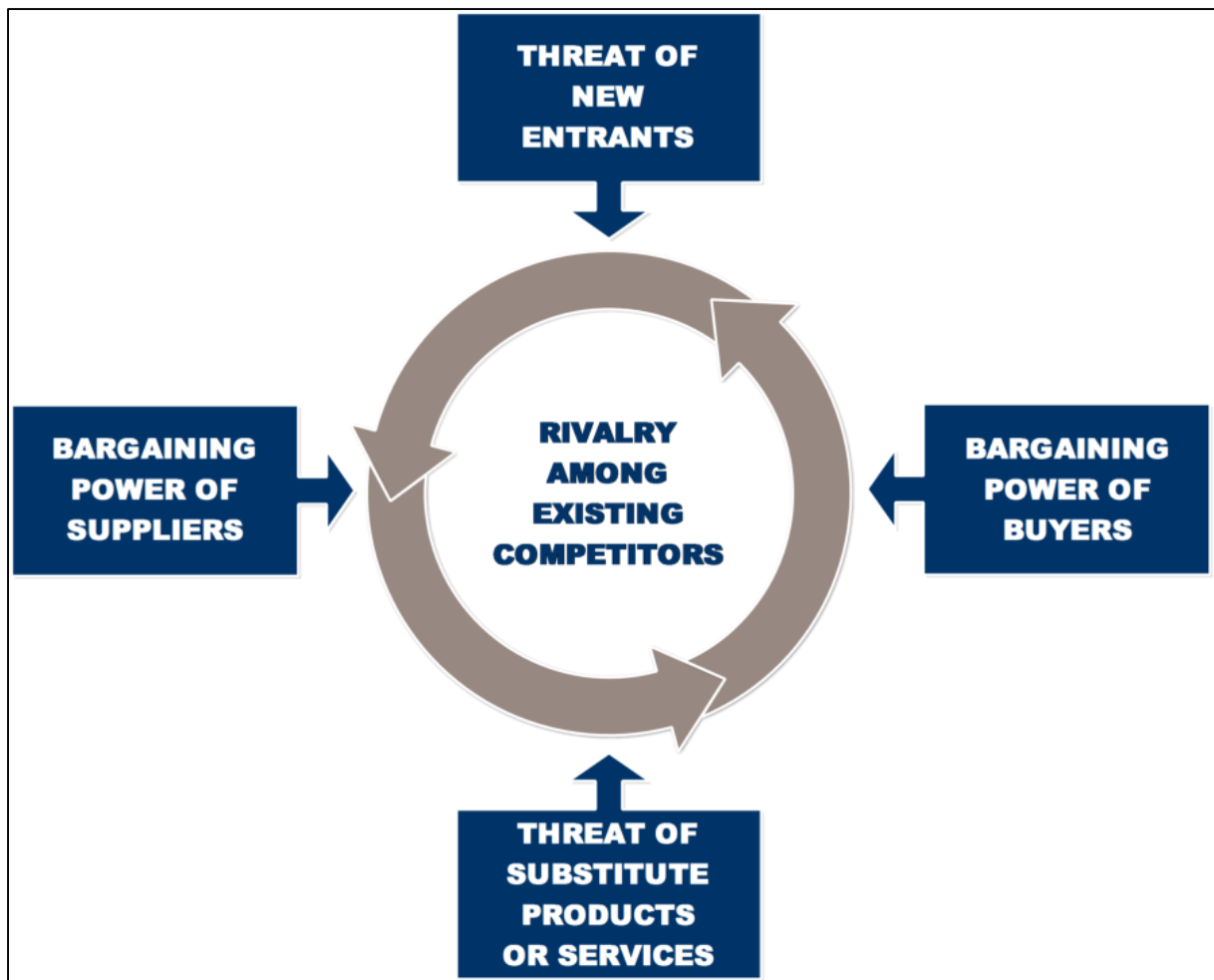
En viktig trend de siste tiårene er at folk er mer miljøbevisste. Dette fører til at miljøfaktorer som forurensing, dyrevelferd og klima kan ha stor innvirkning på bedriftene i hvitfiskbransjen. Økt forbrukerbevissthet rundt miljøvennlig og bærekraftig fangst har ført til strengere krav for fangst og produksjon av hvitfisk. Det finnes flere ulike miljømerker som skal hjelpe konsumentene å finne produkter som kommer fra bærekraftig drift. Norsk torsk, sei og hyse er alle anbefalt i grønn kategori i WWF sin sjømatguide (WWF, 2014).



En svært viktig miljøfaktor for hvitfiskindustrien er klimaendringer. Forskning tyder på at sjøtemperaturen i norske hav vil stige på sikt. Det er usikkert hvordan, og i hvor stor grad dette vil påvirke hvitfiskindustrien. Havforskningsinstituttets vurdering er at den totale fiskeproduksjonen vil kunne øke i Norskehavet, Barentshavet og Polhavet, mens det er mer usikkert med en økning i Nordsjøen (DKNVS & NTVA, 2013). Usikkerheten knyttet til denne vurderingen er stor, og det vil derfor ikke være mulig å trekke klare konklusjoner per i dag. En annen viktig miljøfaktor er forurensing av havet. Fiskerinæringen er avhengig av at kvaliteten på havmiljøet er god. Havforurensing kan føre til at hele fiskebestander blir utryddet, og dermed drastisk redusere lønnsomheten i bransjen. Med tanke på den store oljeindustrien som opererer langs norskekysten er det en viss fare for at det kan skje en ulykke som forurenser havområdene, selv om at sannsynligheten for dette er svært liten (Norsk olje & gass, 2010).

#### 4.2.2 Konkurransforhold i bransjen - Porters fem krefter

Michael Porter har utarbeidet et rammeverk som beskriver hvordan konkurransen på bransjenivå påvirkes av fem ulike krefter (Figur 15). Rammeverket brukes til å vurdere potensiell lønnsomhet i en bransje, basert på hvordan konkurranseforholdene er innad i bransjen. De fem kreftene består av tre kilder til horisontal konkurranse: trussel fra substitutter, trussel fra inntrengere og intern rivalisering i bransjen; og to kilder til vertikal konkurranse: forhandlingsmakt hos kunder og forhandlingsmakt hos leverandører (Grant, 2010). Ifølge teorien vil det ikke være attraktivt å konkurrere i bransjer der de fem kreftene er høye, siden det tilsier stor konkurranse og små muligheter for superprofitt. Derimot vil det være større muligheter for profitt i bransjer der de fem kreftene er lave (Porter, 1980). I kapittel 2.1 har jeg definert bransjen Havfisk opererer i, som den norske hvitfiskindustrien. Denne bransjedefinisjonen inkluderer tre hovedsegmenter der konkurransekraftene kan ha ulik effekt. Disse segmentene er fangst, prosessering og eksportleddet (Figur 1). I følge Johnson, Whittington og Scholes (2011) bør disse segmentene analyseres separat, slik at jeg kan komme frem til et helhetlig bilde på konkurranseforholdene i bransjen. Utgangspunktet for denne analysen vil være faktagrunnlaget om bransjen fra kapittel 2.1.3.



Figur 15 – Porters Fem Krefter (Porter, 1985)

### *Trusselen fra inntrengere*

Nye inntrengere i en bransje vil ønske å kapre markedsandeler fra de eksisterende aktørene, noe som vil føre til økt konkurranse. Trusselen fra inntrengere er i hovedsak bestemt av inngangsbarrierene til bransjen. Differensiering kan føre til stor kundelojalitet og sterke kundepreferanser, som det vil være vanskelig å utfordre for potensielle inntrengere. Videre kan eksisterende aktører ha gode relasjoner med leverandørene, slik at potensielle inntrengere blir sperret ute av markedet. Lovgivning for aktører og store kapitalinvesteringer tilknyttet etablering i markedet kan også fungere som inngangsbarrierer (Porter, 1980).

Den norske hvitfiskbransjen er en svært regulert bransje der man må ha fått tildelt konsesjoner for å drive med fangst av hvitfisk. Disse konsesjonene utgjør en viktig inngangsbarriere som gjør at det er vanskelig for nye virksomheter å etablere seg i bransjen. Antall konsesjoner ligger fast, mens størrelsen på kvotene man kan fiske per konsesjon (TAC) varierer fra år til år, avhengig av størrelsen på fiskebestandene. Dette gjør at man må kjøpe

konsesjoner fra etablerte aktører for å kunne drive med fangst av hvitfisk. Det er derimot ingen tilsvarende begrensning for å drive med foredling og eksport av hvitfisk, slik at det ikke er en tilsvarende inngangsbarriere i denne delen av bransjen.

Graden av differensiering i bransjen går hovedsakelig på kvalitet på produktene og miljøvennlighet. Det er forskjeller i kvalitet mellom de ulike artene av hvitfisk, men innenfor hver art er produktene relativt homogene. En viktig måte å differensiere produktene på er å få kvalitets- og miljøsertifiseringer. Spesielt World Wildlife Foundation (WWF) og Marine Stewardship Council (MSC) sine miljøsertifiseringer kan bidra til en økt etterspørsel etter produktene (Aker Seafoods, 2009). Norsk hvitfisk er regnet som et høykvalitetsprodukt, der arktisk torsk, sei og hyse har grønn sertifisering hos WWF (WWF, 2014). Det vil uansett være vanskelig å differensiere produktene i stor nok grad til at det vil fungere som en inngangsbarriere for nye aktører.

I utgangspunktet er det forholdsvis små kapitalinvesteringer som må til før man kan drive med fangst av hvitfisk. Alt man trenger er en egnet fiskebåt. Kravene til utstyr har derimot økt betraktelig siste årene, spesielt med tanke på miljøforhold og det å kunne fiske effektivt. For å kunne utnytte kvotegrunnlaget optimalt bør man ha fartøy som kan levere både fersk og fryst fisk, i tillegg til at de kan flytte seg mellom de ulike sesongfiskeriene uten for store kostnader. Dette har ført til at det kreves store investeringer for å kunne konkurrere effektivt (Aker Seafoods, 2012). For å drive med foredling av hvitfisk kreves det kapitalinvesteringer knyttet til fabrikk og maskiner, noe som også kan fungere som en inngangsbarriere. Det er ingen tilsvarende inngangsbarrierer for å drive med eksport av hvitfisk.

En samlet vurdering tilsier at trusselen fra inntrengere i fangstleddet er lav. Dette skyldes i all hovedsak at fiskeriet er regulert med konsesjoner, noe som gjør det svært vanskelig for nye aktører å etablere seg. Trusselen for inntrengere er betraktelig større i eksport og foredlingsleddet. Produktene er relativt homogene, og det er moderate investeringer som kreves, slik at det er mindre inngangsbarrierer i denne delen av bransjen.

### *Trusselen fra substitutter*

Substitutter er produkter og tjenester fra andre bransjer som kan tilfredsstille samme funksjon og potensielt redusere etterspørselen etter bransjeproduktet. Hvor stor trussel substituttene representerer for bransjeproduktet er avhengig av de relative pris/nytte-ratioene. Det vil derfor være særlig viktig å ha minst like god pris/nytte-ratio som de potensielle substituttene for å beholde kundene (Porter, 1980).

Hovedfunksjonen til norsk hvitfisk er å dekke det menneskelige behovet for mat. Mer spesifikt, så er hvitfisk en viktig proteinkilde for mennesker. All annen proteinrik mat kan i utgangspunktet fungere som substitutt for norsk hvitfisk i større eller mindre grad. De viktigste substituttene vil hovedsakelig være andre typer hvitfisk fra utlandet, men også til en viss grad storfe, svin, kylling, lam og annen sjømat. Dersom prisen på norsk hvitfisk går opp, vil enkelte forbrukere gå over til andre produkter som har fått et relativt høyere pris/nytte-ratio enn for hvitfisk.

Tilgjengeligheten til substituttene er svært stor, noe som tilsier at trusselen fra substitutter også er stor. Økningen av billig hvitfisk fra oppdrett som kommer inn i de vestlige markedene er en viktig trussel for norsk hvitfisk (Aker Seafoods, 2012). Selv om at norsk hvitfisk er av høyere kvalitet og dermed til en viss grad differensierer seg fra billig hvitfisk, så kan de billige alternativene ha en betydelig substitusjonseffekt i den nedre delen av markedet. Siden arbeidskostnadene i Norge er høye, vil det bli et ekstra press på prisene i det arbeidsintensive prosesseringsleddet. Dette vil gi en ekstra substitusjonseffekt som vil ha virkning på lønnsomheten nedstrøms i verdikjeden fra prosesseringsleddet.

### *Forhandlingsmakt hos kunder*

Forhandlingsmakt hos kunder viser i hvilken grad kunder kan påvirke bransjen til å redusere priser eller øke kvaliteten på produkter ved å spille aktørene mot hverandre. Dersom kundene innehar slik makt vil det gå på bekostning av profitten til aktørene i markedet. Kunder som kjøper store volum relativt til aktøren sitt totale salg, vil ha en høyere grad av forhandlingsmakt. Videre vil forhandlingsmakten øke dersom det er standardiserte produkter i bransjen, og reduseres i en bransje med differensierte produkter (Porter, 1980).

I Norge er hvitfiskbransjen regulert slik at alt førstehåndssalg av hvitfisk må skje gjennom et av seks salgslag, som selger det videre til prosesseringsleddet som består av rundt 300 aktive

kjøpere. Det er klare regler for hvordan prisingen av fisken foregår, slik at forhandlingsmakten i dette leddet er relativt lav. Fra foredlingsleddet blir fisken solgt videre til eksportørleddet. Det finnes rundt 250 individuelle eksportører, men de 40 største står for rundt 80% av det totale volumet (Aker Seafoods, 2012). De store eksportørene vil derfor ha en betydelig forhandlingsmakt overfor virksomhetene i prosesseringsleddet. Siden norsk hvitfisk er av høy kvalitet, og dermed til en viss grad differensierer seg fra annen hvitfisk, vil kundene i eksportmarkedene ha en liten grad av forhandlingsmakt.

#### *Forhandlingsmakt hos leverandører*

Forhandlingsmakt hos leverandørene indikerer i hvilken grad leverandørene kan presse priser eller redusere kvalitet, og dermed redusere profitten i bransjen. Konsentrasjonen av tilbydere, både i absolutte tall og relativt til antall aktører i industrien, kan føre til økt forhandlingsmakt. Hvor viktig industriens marked er for leverandørene, og hvor viktig leverandørens produkt er for industriens virksomhet, påvirker også forhandlingsmakten til leverandørene. Begge faktorene medfører høyere forhandlingsmakt for leverandører jo viktigere de er (Porter, 1980).

Fangstleddet i hvitfiskindustrien er første leddet i verdikjeden, og har dermed ingen direkte leverandører med tanke på fangsten av hvitfisk. Tilgjengeligheten av hvitfisk styres av myndighetene som setter størrelsene på kvotene. Prosesseringsleddet må kjøpe fisken fra et av de seks Salgslagene som eies av fiskerne. En slik konsentrasjon av leverandører gjør at forhandlingsmakten er høy. Dette vil være med på å presse lønnsomheten i prosesseringsleddet. Prosesseringsleddet har i tillegg begrenset forhandlingsmakt ovenfor eksportleddet på grunn av liten grad av konsentrasjon.

#### *Intern rivalisering mellom konkurrenter*

Høy konsentrasjon av konkurrenter eller få, likeverdige konkurrenter medfører økt intern rivalisering. Konkurransen i en bransje blir i tillegg mer intensiv dersom aktørene er strategisk avhengig av å kapre knappe ressurser. Høye utgangsbarrierer bidrar også til sterkere rivalisering ved at ulønnsomme aktører ikke trekker seg ut av bransjen. Derimot vil vekst i industrien gi aktørene muligheter for å øke profitten uten å stjele markedsandeler fra konkurrentene, noe som vil ha en dempende effekt på den interne konkurransen. (Porter, 1980).

Når det gjelder fangst av hvitfisk er total tillat fangst (TAC) gitt på forhånd. Konkurransen går derfor ut på prisen man tar for fisken man selger. Denne er avhengig av hvor effektivt man greier å utnytte kvotene. Spesielt gjelder det å kunne levere fisk når andre ikke greier det, slik man kan oppnå høyere priser. I tillegg vil lave kostnader føre til at man kan ta lavere pris, og fortsatt ha god profitt.

I prosesseringsleddet vil det være en større grad av intern rivalisering. Virksomhetene er strategisk avhengig av å ha en høy kapasitetsutnyttelse for å drive lønnsomt, slik at det blir høy konkurranse om å kjøpe fisken. Dette gjelder spesielt utenfor sesong når tilbudet er lavt. Høye utgangsbarrierer kan også spille en viktig rolle for den interne rivaliseringen i prosesseringsleddet. Investeringer i dyre fabrikker og maskiner som kun kan brukes til fiskeforedling, kan være vanskelig å få solgt. Dette kan føre til at ulønnsomme virksomheter driver videre i stedet for å legge ned driften og selge unna eiendelene sine. Dette vil bidra til å øke rivaliseringen.

I eksportleddet er det en moderat grad av intern rivalisering. Konsentrasjonen av konkurrenter er lav, men det er mange likeverdige konkurrenter som er avhengig av å kapre den samme knappe ressursen. Utgangsbarrierene i dette segmentet vil derimot være lave.

#### 4.3 Intern ressursorientert analyse – SVIMA

SVIMA er et rammeverk for en internanalyse av en organisasjons strategiske ressurser. SVIMA tar utgangspunkt i å beskrive fem egenskaper som en strategisk ressurs må ha for at den skal kunne skape en varig strategisk fordel for organisasjonen. Disse egenskapene er at ressursen må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar. Resurser som oppfyller kriteriene, kan være med på å forklare forskjeller i lønnsomhet mellom virksomheter innenfor en bransje (Jacobsen & Lien, 2001).

Sjelden betyr at kun et fåtall konkurrenter kan inneha ressursen, mens viktig spiller på at ressursen har en viktig rolle for organisasjonens prestasjoner. Ikke-imiterbar er hvor enkelt det er for konkurrenter eller inntrengere å kopiere eller substituere ressursen. Videre spiller mobiliserbar på om det er mulig å ta i bruk ressursen, og i hvilken grad ressursen blir brukt av organisasjonen. Avslutningsvis bygger approprierbar på om verdiene ressursen skaper faktisk tilfaller organisasjonen den benyttes av (Jakobsen & Lien, 2001).

Målet med denne analysen er å se om Havfisk har strategiske ressurser som gjør at virksomheten har en netto driftsrentabilitet som er større enn for bransjen. Strategiske ressurser kan defineres som alle eiendeler, kapabiliteter og attributter som virksomheten har, i tillegg til kompetanse, kunnskap og organisatoriske prosesser som kontrolleres av virksomheten, som kan bidra til å implementere strategier og forbedre effektivitet og effisiens (Barney, 1991). Siden jeg bruker et bransjegjennomsnitt til å sammenligne Havfisk med, så vil forskjeller mellom Havfisk og bransjegjennomsnittet forklare en eventuell intern ressursbasert fordel. Faktagrunnlaget for denne analysen vil derfor være kapittel 2.3, der jeg peker på viktige forskjeller mellom Havfisk og bransjegjennomsnittet.

Den største forskjellen mellom Havfisk og bransjesnittet er at Havfisk er et rendyrket fangstselskap. Både Domstein og Nergård som inngår i bransjegjennomsnittet er vertikalt integrerte, og driver med fangst, prosessering og salg av hvitfisk. Konkurransforholdene, og dermed lønnsomheten i fangstleddet er bedre enn for resten av bransjen, jamfør konkurranseanalysen i kapittel 4.2.2. Det er derfor ventet at Havfisk vil ha en lønnsomhet i driften som er større enn for bransjesnittet. For å se om dette gir grunnlag for en varig strategisk fordel vil jeg bruke SVIMA-testen (Figur 16).

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Utbetalt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Figur 16 – SVIMA-testen (Jakobsen & Lien, 2001)

Det er relativt få virksomheter som driver kun med fangst i den norske hvitfiskindustrien i samme størrelsesorden som Havfisk. Virksomheter i fangstleddet som Nergård Havfiske og Ervik Havfiske er ofte eid eller deleid av vertikalt integrerte selskaper. Jeg vil derfor anse denne ressursen som sjelden. I lys av den dårlige lønnsomheten i foredlingsleddet vil jeg også anse ressursen for å være viktig. Ressursen vil derimot være imiterbar, selv om at det kan være betydelige utgangsbarrierer i prosesseringsleddet. Blant annet besluttet Domstein ASA seg for å selge foredlingssegmentet Domstein Foods AB til Lofotenprodukt AS i september 2014 (Domstein, 2013). Ressursen er både mobilisert og approprierbar. Denne

ressursen vil derfor bare være et midlertidig fortrinn. Jeg vil anta at det er to effekter som vil være med på å utligne dette fortrinnet på sikt. For det første vil jeg anta at lønnsomheten i det norske prosesseringsleddet vil øke i fremtiden, hovedsakelig på grunn av teknologisk utvikling som gjør arbeidsoppgavene mindre arbeidsintensive. Alternativt vil norsk prosesseringsindustri bygges ned på sikt, slik at virksomhetene i bransjen i større grad satser på fangst av grunnressursen på samme måte som Havfisk.

En annen ressurs Havfisk har som skiller seg fra bransjesnittet er fartøyene. Gjennom flåtefornyingsprosjektet sitt har Havfisk fått tre nye trålere i tillegg til at flere fartøy er bygd om til kombi-trålere. Dette er investeringer som skal øke effektiviteten i fisket ved at fangstvolumet blir større, drivstoffkostnadene lavere, i tillegg til at fleksibiliteten skal øke. Det er ingen i bransjen som har tilsvarende effektivitet og fleksibilitet i flåten som Havfisk, slik at ressursen vil være sjelden. Ressursen er også viktig, siden den fører til økt lønnsomheten i driften. Ressursen vil derimot være imiterbar, spesielt på lang sikt da det er betydelige investeringer som kreves for å få en flåte med tilsvarende effektivitet og fleksibilitet. Ressursen er både mobilisert og appropriert, og vil derfor være et midlertidig fortrinn. Siden det er store investeringer som kreves for å få en flåte med tilsvarende fangsteffektivitet som Havfisk, antar jeg at det vil gå lang tid før dette fortrinnet blir utlignet. I og med at Havfisk er det største trålrederiet i Norge, kan det også tenkes at de på grunn av størrelsen har bedre forutsetninger for å gjøre nyinvesteringer i fartøyene. Mindre selskaper vil ha større vanskeligheter med å skaffe seg tilstrekkelig kapital for slike betydelige investeringer. På bakgrunn av dette venter jeg at Havfisk har en liten varig fordel knyttet til fartøyene sine. De tre nybyggene Gadus Poseidon, Gadus Neptun og Gadus Njord ble først satt i drift i slutten av 2013 og starten av 2014 (Havfisk, 2013). Jeg vil derfor vente at de fulle effektene av flåtefornyingsprogrammet ikke fullt ut reflekteres i de hittil offentliggjorte regnskapstallene fra Havfisk.

Det siste ressursavviket jeg vil se på er at Havfisk kun bruker trål i fisket, i motsetning til bransjesnittet som til en viss grad også har innslag av linefiske. Det finnes både fordeler og ulemper ved å bruke linefiske, slik at jeg ikke vil bruke SVIMA-testen på dette ressursavviket. Kvaliteten på fisken vil være høyere ved linefiske, i tillegg til at det er mer miljøvennlig. Dette tyder på at fangsten fra linefisket kan ha en høyere gjennomsnittlig pris per kilo enn fra



trålfisket. Trålfisket vil derimot være mer kostnadseffektivt ved at det blir produsert flere tonn fisk i forhold til driftskostnadene (Aker Seafoods, 2012).

## 4.4 Oppsummering strategisk fordel

### 4.4.1 Bransjefordelen

Fra PESTEL-analysen kommer det frem flere viktige trusler og muligheter i makro-omgivelsene til hvitfiskbransjen. Det er spesielt sosiokulturelle, teknologiske og miljømessige faktorer som kan få stor innvirkning på bransjen. Sosiokulturelle faktorer som befolkningsvekst og økt middelklasse i BRICS-landene vil kunne øke etterspørselen etter norsk hvitfisk på sikt. Siden de mest kommersielt anvendbare artene fra fangst antas å være fullt utnyttet for en bærekraftig utvikling, vil denne økte etterspørselen gi et press mot økte priser. I tillegg er det et stort potensiale for å øke lønnsomheten i bransjen dersom man får ny kunnskap og teknologi på plass. Det er store potensielle gevinster ved å ha en automatisert foredlingsindustri. Det største potensialet for økt lønnsomhet i den norske hvitfiskbransjen er derimot knyttet til oppdrett av torsk. Dersom riktig kunnskap og teknologi kommer på plass, vil Norge ha gode muligheter for stor produksjon langs den langstrakte kysten.

De viktigste truslene som kan redusere lønnsomheten i bransjen er hovedsakelig knyttet til miljømessige faktorer, men også politiske og økonomiske faktorer kan spille en viktig rolle siden bransjen er avhengig av å eksportere produktene. Forurensing av havet kan redusere kvaliteten på havmiljøet, slik at ressursgrunnlaget for bransjen forvitrer. I tillegg er det stor usikkerhet knyttet til effektene av klimaendringer. Politisk uro kan føre til handelsbarrierer med store og viktige markeder, slik at eksportmarkedet for norsk fisk blir mindre. Siden den norske hvitfiskindustrien er en eksportnæring, så vil eventuelle globale resesjoner kunne gi langvarige virkninger på lønnsomheten i bransjen ved at betalingsviljen og etterspørselen etter norsk fisk går ned.

Konkurransanalysen viser at konkurransekraftene virker ulikt på de tre ulike segmentene i bransjen. For fangstleddet er det vanskelig for nye aktører å etablere seg, spesielt grunnet kvotesystemet. Inngangsbarrierene i prosesseringsleddet er relativt små. De er hovedsakelig knyttet til kapitalinvesteringer som fabrikk og maskiner som behøves for å drive med fiskeforedling. Eksportleddet har derimot ingen viktige inngangsbarrierer som hindrer nyetablering. Substitusjonseffekten vil kunne gi et press på lønnsomheten i hele verdikjeden,

men nedstrøms fra prosesseringsleddet vil effekten være betydelig på grunn av høye lønnskostnader relativt til utlandet. Både fangstleddet og eksportleddet vil ha betydelig forhandlingsmakt ovenfor prosesseringsleddet, noe som vil gi et sterkt press på lønnsomheten. Spesielt organiseringen av Salgslagene er med på å øke forhandlingsmakten til fangstleddet. Den interne rivaliseringen i fangstleddet er meget lav. Siden volumet er gitt på forhånd, går konkurransen i all hovedsak ut på å fiske effektivt. I prosesseringsleddet er rivaliseringen svært høy, mens det er litt lavere rivalisering i eksportleddet.

En samlet vurdering av konkurranseforholdene viser at mulighetene for profitt i bransjen er relativt små. Konkurranseskraftene er svake i fangstleddet, noe som tilsier at muligheten for profitt i dette segmentet er relativt høy. Prosesseringsleddet sliter derimot med høy forhandlingsmakt både hos leverandører og kunder, i tillegg til at den interne rivaliseringen er svært høy. Dette tyder på at lønnsomheten er svært svak i dette segmentet.

Eksportleddet har noe bedre forhold enn prosesseringsleddet, men graden av rivalisering gjør at konkurranseforholdene er dårligere enn i fangstleddet. Det vil i tillegg være en betydelig substitusjonseffekt i prosessering- og eksportleddet på grunn av høye arbeidskostnader i Norge. Dette vil redusere lønnsomheten kraftig i denne delen av bransjen.

Med bakgrunn i den bransjeorienterte analysen vil jeg konkludere med at de kvalitative forholdene i bransjen tilsier at det for øyeblikket ikke vil være noen bransjefordel. Konkurranseskraftene i bransjen er for sterke til at lønnsomheten overstiger kravet. Dette skyldes i all hovedsak konkurranseforholdene i prosesseringsleddet og eksportleddet. Lønnsomheten i fangstleddet vil derimot være bedre. Makroanalysen har vist at det er store muligheter for å øke lønnsomheten i bransjen i fremtiden. Dette gjelder spesielt i forbindelse med ny teknologi som kan automatisere foredlingsprosessen. I tillegg vil det bli en økt etterspørsel etter norsk hvitfisk på grunn av økt middelklasse i fremvoksende økonomier. Jeg vil anta at dette gir et press mot økte priser i fremtiden, noe som vil være med på å øke lønnsomheten i bransjen på sikt. En samlet konklusjon blir derfor at bransjen er ulønnsom for øyeblikket som følge av konkurranseforholdene, men at lønnsomheten er ventet å øke i fremtiden på grunn av endringer i makroforholdene.

#### 4.4.2 Ressursfordelen

Fra ressursfordelsanalysen trakk jeg frem to viktige egenskaper som skiller Havfisk fra bransjegjennomsnittet. Dette var at Havfisk er et rendyrket fangstselskap i tillegg til den oppgraderte flåten som selskapet besitter. Fra SVIMA-testen fant jeg ut at begge disse ressursene var sjeldne og viktige, slik at de ville utgjøre et konkurransefortrinn. I tillegg var ressursene mobilisert, og verdiene fra ressursen tilfaller Havfisk slik at de også er approprierbare. Det er derimot mulig å imitere disse ressursene, spesielt på sikt. De vil derfor bare utgjøre midlertidige fortrinn. Jeg venter at fordelene knyttet til at Havfisk er et rendyrket fangstselskap vil utlignes på sikt, enten ved at lønnsomheten i prosesseringsleddet øker, eller at virksomhetene i bransjen kvitter seg med det ulønnsomme segmentene og heller fokuserer på fangst. Uansett utfall vil lønnsomheten i bransjen øke opp mot Havfisk sitt nivå slik at denne fordelene utlignes. Jeg har i tillegg konkludert med at den oppgraderte flåten også vil være et midlertidig fortrinn. På lang sikt venter jeg at bransjen vil gjøre tilsvarende investeringer, slik at lønnsomheten øker opp mot Havfisk sitt nivå. Det vil derimot kunne ta lang tid før denne fordelene blir utlignet. I tillegg kan størrelsen på Havfisk gjøre at de har bedre forutsetninger for å gjøre investeringer enn hva mindre virksomheter i bransjen har. Dette kan føre til at Havfisk vil ha en liten varig fordel på sikt. Siden nybyggene til Havfisk først kom i produksjon fra slutten av 2013, så vil ikke de tilgjengelige regnskapstallene fullt ut reflektere Havfisk sitt fremtidige lønnsomhetspotensiale. Konklusjonen fra denne analysen er derfor at Havfisk har en ressursfordel slik at netto driftsrentabilitet vil være større enn for bransjen, men at denne fordelene vil reduseres på sikt ved at bransjen øker sin lønnsomhet. Lønnsomhetspotensialet til Havfisk vil derimot være noe større enn hva de hittil offentliggjorte regnskapstallene skulle tilsi.

I tillegg har jeg drøftet effekten av at Havfisk kun bruker trål i fiskeriet, i motsetning til bransjegjennomsnittet som også har et innslag av linefiske. Jeg venter at effekten av dette er at Havfisk vil ha større effektivitet i fisket enn bransjen, men at bransjen kan ha en høyere gjennomsnittlig pris per kilo fisk. For å få en kvantitativ innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til Havfisk, vil jeg utføre en regnskapsanalyse.

## 5 Regnskapsanalyse

### 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Før jeg begynner med selve regnskapsanalysen, er det en del praktiske valg som bør avklares (Knivsfå, 2014). Først må jeg velge analysenivå. Virksomheter som har svært ulike forretningsområder bør analyseres forretningsområde for forretningsområde. Det er derimot sjeldent at man får tilstrekkelig tilgang på regnskapsinformasjon fordelt på ulike driftssegmenter, slik at virksomheten ofte må analyseres samlet. Siden Havfisk er et rendyrket fangstselskap, vil jeg analysere virksomheten samlet. Til dette formålet vil jeg bruke konsernregnskapet.

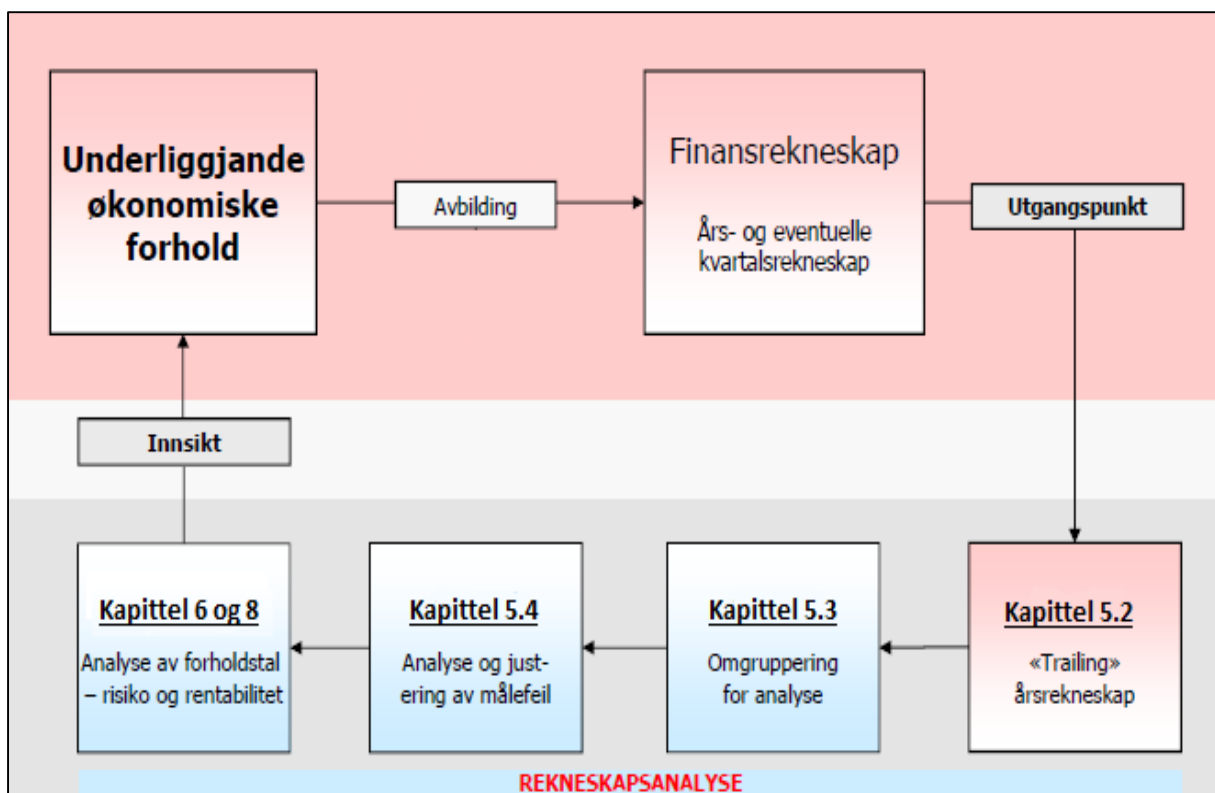
Det neste steget er å velge lengden på analyseperioden. Lengden på analyseperioden er avhengig av om virksomheten er stabil, eller om den har endret karakter over tid. For stabile virksomheter bør analyseperioden være lang, mens for virksomheter som er i endring bør analyseperioden være kortere (Knivsfå, 2014). Havfisk gikk fra å være et vertikalt integrert selskap med egne foredlingsanlegg, til å bli et rendyrket fangstselskap i 2011 da de solgte ut de fire driftssegmentene som lå under Norway Seafoods (Havfisk, 2012). På grunn av dette vil jeg velge en kort analysehorisont på 4 år (2011-2014T), slik at jeg kun får med regnskapstall som er relevante for dagens virksomhet som et rendyrket fangstselskap. Jeg kunne brukt eldre regnskapstall som er rapportert for driftssegmentet fangst, men disse er for lite detaljerte til at jeg vil bruke dem i analysen. Siden jeg har en så kort analyseperiode har jeg valgt å ikke bruke noen form for tidsvekting av forholdstall i analysen.

Det siste steget er å definere bransjen som jeg vil måle Havfisk opp mot (Knivsfå, 2014). I regnskapsanalysen vil bransjegjennomsnittet fungere som en målestokk for Havfisk. Det optimale ville nok være å definere bransjen som fangstleddet av Hvitfisk. Det er derimot svært få virksomheter i dette segmentet som er børsnotert og gir ut årsrapporter, slik at jeg som ekstern analytiker ikke har tilgang til den nødvendige finansielle informasjonen til å bruke i analysen. Jeg har derfor valgt å definere bransjen som den norske hvitfiskindustrien, noe som inkluderer hele verdikjeden fra fangst til eksport av hvitfisk (Figur 1).

Virksomhetene jeg vil bruke som sammenligningsgrunnlag er Domstein ASA og Nergård AS, i tillegg til at tallene for Havfisk selv vil inngå i bransjegjennomsnittet (Havfisk, 2010-2014b, Domstein, 2010-2014, Nergård, 2010-2014). Jeg har bevisst valgt norske bedrifter, siden rammevilkårene for virksomheter i den norske hvitfiskindustrien skiller seg fra andre land.

Andre virksomheter i den norske hvitfiskindustrien vil ha en likere drift, og vil være utsatt for samme operasjonelle risiko som Havfisk. Jeg vil bruke samme analyseperiode for bransjegjennomsnittet som for Havfisk, og analysere virksomhetene samlet.

Jeg vil starte regnskapsanalysen med å innarbeide de siste rapporterte kvartalstallene inn i analysen ved å utarbeide trailing resultat og trailing balanse i kapittel 5.2. Deretter vil jeg omgruppere regnskapet slik at det blir bedre egnet for en investororientert analyse i kapittel 5.3. Til slutt vil jeg analysere og eventuelt justere for målefeil i regnskapet i kapittel 5.4 (Figur 17). Dette vil utgjøre grunnlaget for å analysere risiko i kapittel 6, og analysere rentabilitet i kapittel 8.



Figur 17 – Rammeverk for Regnskapsanalyse (Knivsflå, 2014)

## 5.2 Presentasjon av rapporterte tall og trailing

Første steg av regnskapsanalysen er å implementere ferske kvartalstall ved å utarbeide trailing årsregnskap og balanse. Trailing årsresultat kan finnes ved å bruke de fire siste rapporterte kvartalsresultatene, mens trailing balanse kan finnes som balansen fra siste kvartalsrapport. Ved utarbeidelse av trailing resultat, bør regnskapstall fra fjoråret justeres for unormale poster. Dette gjøres for å unngå dobbelteffekt av unormale poster i analysen,

siden unormalt resultat fra fjoråret er transitorisk, og dermed ikke relevant som estimat for inneværende år. I tillegg kan tall fra fjoråret justeres for vekst (Knivsflå, 2014).

Trailing årsresultat for 2014 kan finnes som summen av de to første kvartalene fra 2014 og de to siste kvartalene fra 2013 (Tabell 1). Det er ingen spesielle driftsposter fra 2013 som trenger å justeres, men det er en unormal finanspost på -158 millioner NOK i 4. kvartal 2013 knyttet til avsetning i Glitnir-saken som må justeres for (Havfisk, 2013). Siden dette er en unormal post, vil den ikke være relevant som estimat på finanskostnadene for Q3 og Q4 i 2014.

Driftskostnadene er rapportert samlet i kvartalsrapportene, slik at jeg som ekstern analytiker ikke har hver enkeltpost spesifisert. I notene kommer derimot størrelsen på andre driftskostnader frem. For å skille mellom varekostnader og lønnskostnader bruker jeg fordelingen fra 2013 som beste estimat. Her er 10% av driftskostnadene knyttet til varekostnader og beholdningsendringer, 50% knyttet til lønnskostnader og 40% knyttet til andre driftskostnader (Havfisk, 2013). Denne fordelingen er tilsvarende lik for hele analyseperioden, slik at jeg er trygg på at det vil gi et forholdsvis presist estimat for driftskostnadene på trailingen.

Finansinntekter og finanskostnadene er samlet i posten netto ordinære finansposter i kvartalsregnskapene, slik at de ikke er spesifisert hver for seg. Fra årsrapporten for 2013 kommer det frem at finansinntektene for 2013 er på 11 millioner NOK. Jeg vil gjøre antagelsen at disse forløper jevnt over året, slik at hvert kvartal får tildelt rundt en fjerdedel hver. Jeg tildeler 5 millioner NOK til de to første kvartalene, og 6 millioner NOK til de to siste kvartalene av 2013. Samme problemet gjelder for 2014. Jeg vil derfor anta at Q1-Q2 i 2014 har tilsvarende finansinntekter som for Q3-Q4 i 2013 på 6 millioner NOK.

For å finne et estimat på finanskostnaden på Trailingen vil jeg bruke følgende formel:

$$FK_{2014T} = \left( \frac{FK_{Q1-Q2.2014}}{FG_{Q2.2014}} \right) \times 2 \times FG_{Q2.2014}$$

Her er finanskostnadene på trailingen lik den oppnådde renten de to første kvartalene, multiplisert med to for å finne et estimat på renten for hele året. Ved å multiplisere dette med total rentebærende gjeld fra trailing balanse får jeg et estimat for trailing finanskostnad (Knivsflå, 2014). Nøyaktig samme fremgangsmåte gjøres for finansinntekter, der årets

foreløpige finansinntekt deles på total rentebærende finansielle eiendeler for å finne renten for halve året. Dette multipliseres med to for å finne årsrenten, og deretter med totale rentebærende finansielle eiendeler for å finne estimat for finansinntekter.

Skattekostnaden (SK) på trailingen kan estimeres som:

$$SK = dss \times DR + 0,28 \times (FI + UFR) - 0,28 \times FK$$

Dette forutsetter at DR blir skattlagt med driftsskattesatsen (dss) og finanskostnadene (FK) har en effektiv skattesats på 28%. Finansinntekter (FI) og unormalt finansresultat (UFR) har en effektiv skattesats mellom 0% og 28%, avhengig av hvor stor andel som er utbytte og aksjegevinst som ikke blir skattlagt på selskapsnivå etter uttaksmodellen (Knivsflå, 2014). Finansinntektene for Havfisk i analyseperioden består nesten utelukkende av renteinntekter fra utlån og fordringer, samt fra bankinnskudd. Det er kun i 2010 selskapet har utbytteinntekter som er skattefrie. Jeg vil derfor bruke en effektiv skattesats for FI på 20% i 2010, og 28% for årene 2011 til 2013. Fra og med trailingåret 2014 er selskapsskattesatsen endret til 27%. Jeg vil derfor bruke en effektiv sats på 27% for FI i trailingåret. For UFR er det ingen poster som er skattefrie. Jeg vil derfor bruke 28% skattesats på UFR i alle år, med unntak av på trailingen der satsen reduseres til 27%.

For å finne et estimat på driftsskattesatsen (dss) i trailingåret vil jeg bruke et vektet gjennomsnitt av driftsskattesatsen i 2013 og driftsskattesatsen fra de to første kvartalene fra 2014 (tabell 6).

$$dss_{2014T} = \frac{2}{4}dss_{2013} + \frac{2}{4}dss_{Q1-Q2.2014}$$

Det siste steget for å ferdigstille trailing årsresultat er å inkludere andre resultatelement (ARE) slik at jeg kan identifisere totalresultatet. Andre resultatelement i trailingåret består kun av endring i virkelig verdi for kontantstrømsikringer. Siden det er vanskelig å spå hvordan disse vil endre seg over året, vil jeg bruke årets foreløpige endring som beste estimat for trailingåret.

Trailing Havfisk (i millioner NOK)	2014	2013			Justering	2014T Uten Vekst	Vekst	Justering	2014T Med Vekst
	Q1-Q2*	Q1-Q4	Q1-Q2	Q3-Q4*					
Driftsinntekter	428	766	329	437		865	30.09%	131.50	996
Andre Driftsinntekter	12	13	0	13		25	0.00%	0.00	25
Varekostnad og beholdningsendringer	-30	-53	-26	-27		-57	15.38%	-4.15	-61
Lønnskostnader	-158	-288	-128	-160		-318	23.44%	-37.50	-356
Andre driftskostnader	-137	-226	-103	-123		-260	33.01%	-40.60	-301
<b>Driftsresultat før avskrivninger og amortiseringer (EBITDA)</b>	<b>115</b>	<b>211</b>	<b>72</b>	<b>139</b>		<b>255</b>			<b>304</b>
Avskrivninger og amortiseringer	-61	-105	-50	-55		-116	22.00%	-12.10	-128
Nedskrivninger og spesielle driftsposter	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00	0
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>55</b>	<b>106</b>	<b>22</b>	<b>84</b>		<b>139</b>			<b>176</b>
Finansinntekter	6	11	5	6		12	0.00%	0.00	12
Finanskostnad	-40	-62	-28	-34		-80	0.00%	0.00	-80
Unormalt finansresultat	-10	-158	0	-158	158	-10	0.00%	0.00	-10
<b>Resultat Før Skatt</b>	<b>11</b>	<b>-103</b>	<b>-1</b>	<b>-102</b>		<b>61</b>			<b>98</b>
Skattekostnad normal	-3	30	1	29	-46	-20		-9.51	-29
Skattekostnad unormal	0	2	0	2	-2	0			0
<b>Årsresultat før minoritet</b>	<b>8</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>-72</b>		<b>41</b>			<b>69</b>
Minoritetsresultat	0	1	0	1		1	0.00%	0.00	1
<b>Årsresultat (ÅRE)</b>	<b>8</b>	<b>-71</b>	<b>0</b>	<b>-71</b>		<b>40</b>			<b>68</b>
Andre Driftsrelaterte Resultatelement Andre Finansielle Resultatelement	-11					-11			-11
<b>Totalresultat</b>	<b>-3</b>					<b>29</b>			<b>57</b>

Tabell 1 – Utarbeiding av trailing resultat (Havfisk, 2013-2014b)

Jeg har valgt å bruke trailingtall uten vekstjustering til denne verdsettelsen, slik at disse blir inkludert i rapportert resultat (Tabell 2). På grunn av lave fiskepriser i starten av 2013 vil driftsinntektene være svært lave (Figur 8). Dette gjør at veksten i driftsinntekter blir kunstig høy. Et alternativ kunne vært å justere ned veksten. Jeg mener derimot at tallene uten vekst gir det beste estimatet for 2014 basert på pris og kvotesituasjonen på norsk hvitfisk.



<b>Resultatregnskap Havfisk (i millioner NOK)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Driftsinntekter	756	851	765	766	865
Andre Driftsinntekter	6	11	9	13	25
Varekostnad og beholdningsendringer	-88	-68	-66	-53	-57
Lønnskostnader	-256	-309	-280	-288	-318
Andre driftskostnader	-247	-254	-246	-226	-260
<b>Driftsresultat før avskrivninger og amortiseringer (EBITDA)</b>	<b>171</b>	<b>232</b>	<b>182</b>	<b>211</b>	<b>255</b>
Avskrivninger og amortiseringer	-87	-78	-110	-105	-116
Nedskrivninger og spesielle driftsposter	-6	0	33	0	0
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>78</b>	<b>153</b>	<b>105</b>	<b>107</b>	<b>139</b>
Finansinntekter	12	12	13	11	12
Finanskostnader	-44	-56	-61	-62	-80
Unormalt finansresultat (UFR)	18	3	0	-158	-10
<b>Resultat Før Skatt</b>	<b>64</b>	<b>112</b>	<b>57</b>	<b>-102</b>	<b>61</b>
Skattekostnad normal	-11	-32	-16	30	-20
Skattekostnad unormal	0	0	0	2	0
<b>Årsresultat før diskontinuerlig og minoritet</b>	<b>53</b>	<b>80</b>	<b>41</b>	<b>-72</b>	<b>41</b>
Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet	-5	-31	0	0	0
<b>Årets resultat videreført virksomhet</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>41</b>	<b>-72</b>	<b>41</b>
Netto Minoritetsresultat	2	3	1	1	1
<b>Årsresultat (ÅRE)</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>-73</b>	<b>40</b>
Andre Driftsrelaterte Resultatelement (DAFR)	0	0	0	-2	0
Andre Finansielle Resultatelement (FAFR)	-20	-3	-21	15	-11
<b>Totalresultat rapportert (ÅRE+AFR)</b>	<b>26</b>	<b>44</b>	<b>19</b>	<b>-60</b>	<b>29</b>
Driftsrelatert Dirty Surplus (DSP)	0	-73	0	0	-32
<b>Fullstendig Nettoresultat (FNR)</b>	<b>26</b>	<b>-29</b>	<b>19</b>	<b>-60</b>	<b>-3</b>

Tabell 2 – Rapportert Resultatregnskap og trailing (Havfisk, 2010-2014b)

For trailing balanse vil jeg bruke de rapporterte tallene fra andre kvartal 2014. Havfisk har en relativt god rapportering av balansetallene i kvartalsrapportene der de ulike postene er spesifisert. Dette gjør at jeg slipper å gjøre forutsetninger for å fordele de ulike postene. Oppstilling av rapportert balanse kan finnes i tabell 3 og tabell 4.

<b>Eiendeler (millioner kroner) per 31.12</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
<b>Anleggsmidler</b>					
Varige driftsmidler	981	697	614	1076	1313
Immaterielle eiendeler	1047	886	858	788	774
Utsatt skattefordel	91	128	124	146	146
Aksjer og andeler i tilknytte selskaper	5	0	0	0	0
Andre aksjeinvesteringer	5	0	0	0	0
Finansielle rentebærende anleggsmidler	9	90	190	188	187
Byggekontrakter Skip	0	39	135	65	0
Finansielle rentefrie anleggsmidler	20	2	1	0	0
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>2158</b>	<b>1842</b>	<b>1922</b>	<b>2263</b>	<b>2420</b>

<b>Omløpsmidler</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Varelager	161	53	54	50	70
Biologiske eiendeler	48	0	0	0	0
Rentefrie kortsiktige fordringer	330	48	19	76	46
Derivater	17	2	0	5	0
Rentebærende kortsiktige fordringer	5	0	5	13	21
Kontanter og kontantekvivalenter	147	60	52	24	4
Eiendeler holdt for salg/utdeling	0	799	0	66	66
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>708</b>	<b>962</b>	<b>130</b>	<b>234</b>	<b>207</b>

<b>Sum eiendeler</b>	<b>2866</b>	<b>2804</b>	<b>2052</b>	<b>2498</b>	<b>2627</b>
----------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Tabell 3 – Rapporterte eiendeler (Havfisk 2010 -2014b)

<b>EK og Gjeld</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Aksjekapital	423	423	423	423	423
Annen innskutt EK	647	647	361	361	361
Vedtatt, ikke registrert kapitalnedsettelse	0	-286	0	0	0
Egne aksjer	-1	-1	-1	-1	0
Opptjent EK	8	0	0	0	0
Reserver og udekket tap	0	-21	-12	-72	-76
<b>Sum EK henført til eierne av morselskap</b>	<b>1077</b>	<b>762</b>	<b>771</b>	<b>711</b>	<b>708</b>
Minoritetsinteresser	20	20	4	4	3
<b>Sum EK</b>	<b>1097</b>	<b>782</b>	<b>775</b>	<b>715</b>	<b>711</b>

<b>Langsiktige Forpliktelser</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Rentebærende lån og kreditter	987	764	820	1145	1247
Forpliktelser ved utsatt skatt	165	213	217	202	205
Pensjonsforpliktelser	17	7	4	5	0
Annen langsiktig rentefri gjeld	23	11	9	6	9
<b>Sum langsiktige forpliktelser</b>	<b>1192</b>	<b>995</b>	<b>1050</b>	<b>1358</b>	<b>1461</b>

<b>Kortsiktige Forpliktelser</b>					
Kortsiktig gjeld	168	78	78	78	136
Leverandørgjeld og andre rentefrie betalingsforpliktelser	391	126	104	314	320
Forpliktelser ved periodeskatt	6	7	7	6	0
Derivater	13	18	38	28	0
Forpliktelser til aksjonærene ved utdeling av aksjene i Norway Seafoods	0	286	0	0	0
Forpliktelser virksomhet holdt for utdeling	0	513	0	0	0
<b>Sum kortsiktige forpliktelser</b>	<b>578</b>	<b>1028</b>	<b>227</b>	<b>426</b>	<b>456</b>

<b>Sum Forpliktelser</b>	<b>1770</b>	<b>2023</b>	<b>1277</b>	<b>1784</b>	<b>1917</b>
--------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

<b>Sum EK og Forpliktelser</b>	<b>2866</b>	<b>2804</b>	<b>2052</b>	<b>2498</b>	<b>2627</b>
--------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Tabell 4 – Rapportert Egenkapital og Gjeld (Havfisk, 2010-2014b)

Til slutt vil jeg utarbeide en oppstilling for endring i egenkapital (Tabell 5). For at endringen i egenkapital i trailingåret skal bli riktig, må normalisert nettoresultat fra tredje og fjerde kvartal trekkes ut, og klassifiseres som dirty surplus (Knivsflå, 2014). Grunnen til dette er at det ikke er opptjent per 30.06.2014, og er derfor ikke inkludert i egenkapitalen på balansetidspunktet etter andre kvartal. Fullstendig nettoresultat (FNR) er lik det rapporterte totalresultatet pluss eventuell dirty surplus.

<b>Endring i Egenkapital Havfisk</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
<b>EK 01.01</b>	<b>1065</b>	<b>1077</b>	<b>762</b>	<b>771</b>	<b>711</b>
+ Totalresultat (ÅRE + AFR)	26	44	19	-60	29
- Betalt utbytte (NBU)	3	0	0	0	0
+ Netto kapitalinnskudd	-11	-286	-10	0	0
+ Endring i regnskapsprinsipp (DSP)	0	-73	0	0	0
+ Driftsrelatert DSP	0	0	0	0	-32
+ Finansielt DSP	0	0	0	0	0
<b>= Egenkapital 31.12</b>	<b>1077</b>	<b>762</b>	<b>771</b>	<b>711</b>	<b>708</b>

Tabell 5 – Endring i egenkapital (Havfisk, 2010 – 2014b)

### 5.3 Omgruppering for analyse

Etter IFRS som Havfisk rapporterer etter, er hovedfokuset i finansregnskapet på risiko.

Eiendelene er inndelt etter likviditet, og gjelden er inndelt etter tid til forfall.

Oppstillingsplanene er derfor mest kreditororientert (Penman, 2013). For å gjøre oppstillingene mer egnet for investororientert analyse, vil jeg omgruppere oppstillingene slik at det blir et større fokus på normalisert verdiskaping og utdeling. Jeg vil først omgruppere resultatregnskapet, for deretter å utarbeide omgruppert balanse.

#### *Omgruppering av Resultatregnskapet*

Målet med å omgruppere resultatregnskapet er å få frem et klart skille mellom drift og finansiering, samt å skille mellom normale og unormale poster. Omgrupperingen skal gjøre det enklere å identifisere hvilke deler av virksomheten som driver avkastningen til egenkapitalen (Penman, 2013). Omgrupperingen av resultatregnskapet kan utføres i fire steg (Knivsflå, 2014).

Det første steget er å identifisere det fullstendige nettoresultatet (FNR). Fullstendig nettoresultat er summen av rapportert årsresultat (ÅRE), annet fullstendig resultat (AFR) og dirty surplus (DSP). Siden Havfisk rapporterer etter IFRS, så vil man i prinsippet ikke ha dirty surplus, slik at FNR er det samme som det rapporterte totalresultatet (ÅRE + AFR). Dette stemmer for Havfisk sin del, med unntak av i 2011 der det er et kongruensbrudd som følge av en endring i regnskapsprinsipp. Dette fører til at dirty surplus må legges til totalresultatet for å finne FNR i 2011. I tillegg har jeg klassifisert det normaliserte nettoresultatet i siste halvår i 2013 som kunstig dirty surplus i trailingåret.

Det andre steget er å fordele FNR, slik at alle kapitalene i balansen får tildelt sitt resultat før skatt. Målet er å finne kildene til resultatet i form av driftsresultat og finansinntekter, og å vise hvordan resultatet blir fordelt på finanskostnader, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapitalen (Knivsflå, 2014). Når jeg skal skille mellom drift og finans er det enkelte poster som kan være problematiske å kategorisere. Jeg vil spesifisere nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet som finansinntekt, siden dette resultatet ikke har noe med fremtidig drift å gjøre. For AFR og DSP kan det være vanskelig å finne fordelingen mellom drift og finans, siden de kan inneholde en blanding av begge. For Havfisk sin del vil jeg definere endring i virkelig verdi for kontantstrømsikringer som finansielt resultat. Det samme gjelder for omregningsdifferanser for datterselskap i 2010, siden disse virksomhetene ikke

har noe med dagens drift å gjøre. Jeg har valgt å spesifisere dirty surplus som følge av endring i regnskapsprinsipp som driftsrelatert, da dette kommer som følge av en endring i hvordan strukturkvotene til Havfisk avskrives. Basert på dette kan jeg sette opp fullstendig resultat før skatt, der fullstendig driftsresultat og fullstendig finansresultat er spesifisert.

Det neste steget av omgrupperingen er å skille mellom normale, og unormale poster. Dette gjøres for å kunne skille permanente poster som er relevante for prediksjon av fremtiden, med transitoriske poster som det ikke er ventet skal komme tilbake (Knivsflå, 2014). Jeg vil først se om det er unormale elementer som inngår i driftsresultatet. Havfisk har ikke spesifisert hva som inngår i posten andre driftsinntekter. Tallene er relativt stabile over tid, så jeg vil anta at denne posten inneholder kun normale elementer. For andre driftskostnader er hvert enkelt element spesifisert i notene. Jeg vil anta at posten i sin helhet er normal, noe som understøttes av at trenden er svært stabil over tid. De eneste unormale driftspostene Havfisk har, er knyttet til en nedskrivning av eldre fartøy på 6 millioner i 2010, og gevinst ved salg av fartøyene Hekketind og Nordfjordtrål på 33 millioner i 2012 (Havfisk, 2013). For finansinntektene og finanskostnadene er det flere unormale elementer som er inkludert. I 2010 hadde Havfisk en gevinst ved salget av Pesquera Ancora på 24 millioner som må klassifiseres som unormalt (Havfisk, 2011). I tillegg vil jeg klassifisere andre finansinntekter som unormale, da disse kun finnes i tallene for 2010 og 2011. I finanspostene fra 2010 er det inkludert tall for virksomhet holdt for utdeling, der dette trekkes ut fra summen i en samlet post. Jeg vil derfor bruke skjønn når jeg fordeler andelen som tilhører utdelt virksomhet på hver post. For finanskostnadene vil jeg klassifisere agiotap som unormal post. Jeg vil klassifisere andre finanskostnader som normale, da disse er like for alle årene i analyseperioden. I tillegg er avsetningen knyttet til Glitnir-saken helt klart en unormal post. For unormal skatt er det bare en post i analyseperioden jeg vil klassifisere som unormal. Dette gjelder effekten av endrede skatteregler i Norge i 2013. Dette er helt klart en engangspost som ikke er egnet for prediksjon av fremtidig skattekostnad.

Det fjerde steget av omgrupperingen er å fordele skattekostnaden på de ulike resultatene (Penman, 2013). Jeg vil først finne skatt på normal finanskostnad. Dette er egentlig en skatteinntekt, siden rentebetalinger reduserer skatten. Finanskostnadsskatten er på 28% frem til trailingåret da den reduseres til 27%. Ved å trekke fra finanskostnadsskatten, finner jeg netto finanskostnad. For finansinntekter har jeg valgt å bruke en skattesats på 20% i

2010, 28% i 2011-2013 og en sats på 27% i trailingåret. Grunnen til dette er fordelingen mellom poster som påvirkes av uttaksmodellen. Det er kun i 2010 at Havfisk har normale finansinntekter som er skattefrie. Fra og med 2011 består de normale finansinntektene utelukkende av renteinntekter som skal skattlegges. For det unormale finansresultatet er det ingen poster som er skattefrie. I 2010 består unormalt finansresultat (UFR) av gevinsten ved salget av Pesquera Ancora, og skal dermed skattlegges ved 28% (Havfisk, 2011). I 2011 har jeg klassifisert andre finansinntekter som unormale. Jeg antar at disse skattlegges til 28%. I 2013 består UFR utelukkende av en avsetning tilknyttet Glitnir-saken (Havfisk, 2013). Dette påvirker skattbart resultat, og bør derfor skattlegges med 28%.

Driftsskattesats	2010	2011	2012	2013	Q1-Q2	
					2014	2014T
SK (normal)	11	32	16	-30	3	
0,27*(FI)	2	3	4	3	3	
0,27*(UFR)	5	1	0	-44	-3	
0,27*FK	12	16	17	17	11	
DR	78	153	105	107	54	
<b>dss</b>	<b>20.36%</b>	<b>28.42%</b>	<b>28.04%</b>	<b>26.65%</b>	<b>24.56%</b>	<b>25.60%</b>

Tabell 6 – Driftsskattesats Havfisk (Havfisk, 2013-2014b)

For å kunne fordele skattekostnadene på de ulike resultatene har jeg funnet driftsskattesatsen for de ulike årene (Tabell 6). Den normale driftsskattesatsen (ndss) er lik gjennomsnittet som er 25,81%. Til slutt er det mulig å fordele det unormale resultatet over perioden. På lang sikt er det lite som kan klassifiseres som unormalt. Jeg har derimot en såpass kort analyseperiode at unormale poster vil virke forstyrrende på analysen. Jeg har derfor valgt å omgruppere resultatregnskapet uten å fordele unormalt resultat i etterkant (tabell 7). Forskjellene mellom FNR fra rapportert resultat og FNR fra omgruppert resultat består av små avrundingsfeil.

<b>Resultatregnskap (i millioner NOK)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Driftsinntekter	756	851	765	766	865
Andre Driftsinntekter	6	11	9	13	25
<b>Driftsinntekter (DI)</b>	<b>762</b>	<b>862</b>	<b>774</b>	<b>779</b>	<b>890</b>
Varekostnad og beholdningsendringer	-88	-68	-66	-53	-57
Lønnskostnader	-256	-309	-280	-288	-318
Andre driftskostnader	-247	-254	-246	-226	-260
Avskrivinger og amortiseringer	-87	-78	-110	-105	-116
<b>Driftsresultat fra egen virksomhet (DR)</b>	<b>84</b>	<b>153</b>	<b>72</b>	<b>107</b>	<b>139</b>
Driftsrelatert skattekostnad (DSK)	-22	-39	-19	-28	-38
<b>Netto Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>62</b>	<b>114</b>	<b>53</b>	<b>79</b>	<b>101</b>
Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0	0	0	0	0
<b>Netto driftsresultat (NDR)</b>	<b>62</b>	<b>114</b>	<b>53</b>	<b>79</b>	<b>101</b>
Netto finansinntekt (NFI)	10	9	9	8	9
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS)</b>	<b>72</b>	<b>122</b>	<b>63</b>	<b>87</b>	<b>110</b>
Netto finanskostnad (NFK)	-32	-40	-44	-45	-58
Netto minoritetsresultat (NMR)	-2	-3	-1	-1	-1
<b>Nettoresultat til egenkapital (NRE)</b>	<b>38</b>	<b>79</b>	<b>18</b>	<b>42</b>	<b>50</b>
Unormalt netto driftsresultat (UNDR)	0	-77	22	-5	-33
Unormalt netto finansresultat (UNFR)	-12	-32	-21	-99	-19
<b>Fullstendig Nettoresultat til Egenkapital (FNR)</b>	<b>26</b>	<b>-30</b>	<b>19</b>	<b>-62</b>	<b>-2</b>
Netto betalt utbytte (NBU)	-3	0	0	0	0
<b>Endring i Egenkapitalen</b>	<b>23</b>	<b>-30</b>	<b>19</b>	<b>-62</b>	<b>-2</b>

Tabell 7 Omgruppert Resultatregnskap for Havfisk

### *Omgruppering av balansen*

Det første steget av omgrupperingen av balansen er å omklassifisere avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital (Knivsflå, 2014). Grunnen til dette er at man har et eierperspektiv ved en investororientert analyse. Avsatt utbytte er ikke gjeld for eierne, men egenkapital som skal betales ut. Etter IFRS blir foreslått utbytte klassifisert som egenkapital, slik at det ikke er nødvendig med en omgruppering. For Havfisk sin del er det ikke avsatt utbytte i analyseperioden, slik at jeg slipper å gjøre endringer.

Det neste steget er å omgruppere til en investororientert balanse med et klart skille mellom drift og finansiering (Penman, 2013). Jeg vil først dele inn i driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Driftsrelatert gjeld og eiendeler er som regel rentefrie, i motsetning til finansiell

gjeld og eiendeler. Et eksempel på en slik rentebærende eiendel er eiendommene som Havfisk leaser ut til Norway Seafoods. Dette ligger i posten finansielle rentebærende anleggsmidler, og er følgelig en finansiell eiendel siden den ikke har noe med driften å gjøre. Den første posten som kan være vanskelig å klassifisere er derivater. Havfisk sine derivater blir brukt til driftsposisjoner som bunkerssikring. Jeg vil derfor klassifisere dette som en driftseiendel. Kontanter og kontantekvivalenter består ofte av en blanding av drift og finans siden virksomheten gjerne trenger en viss mengde likvider for å opprettholde driften. Det er derimot vanskelig å skille ut hvor stor andel som er driftslikvider, slik at jeg vil klassifisere det som en finansiell post. Ved å gjøre denne forenklingen slipper jeg å fordele renteinntektene fra de likvide midlene mellom drift og finans. På grunn av dette kan driftskapitalen bli underestimert, men siden renteinntektene blir gruppert som finans blir det konsistens mellom resultatregnskapet og balansen. I følge Penman (2013) vil denne forenklingen ofte være rimelig, siden mange virksomheter flytter kontanter over til rentebærende kontoer daglig. En omgruppering av postene slik at det både er fokus på likviditet, samt at det er et klart skille mellom drift og finans gjør balanseoppstillingen mer investororientert (Tabell 8).

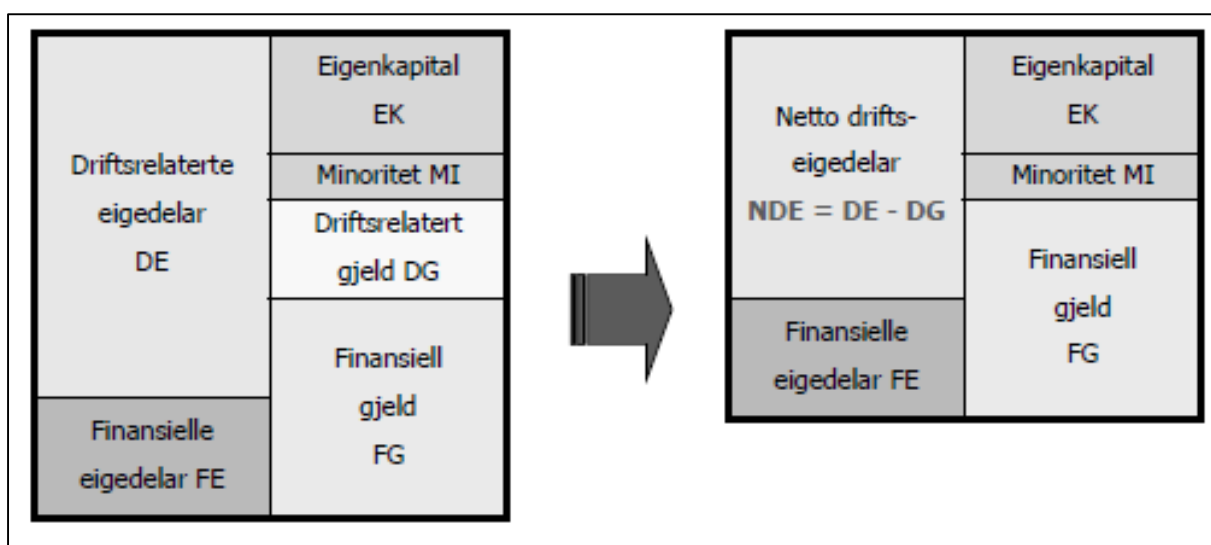
<b>Eiendeler (millioner kroner) per 31.12</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Varige driftsmidler (skip, eiendom, anlegg og utstyr)	981	697	614	1076	1313
Aksjer og andeler i tilknyttede selskaper	5	0	0	0	0
Immaterielle eiendeler	1047	886	858	788	774
Utsatt skattefordel	91	128	124	146	146
Byggekontrakter Skip	0	39	135	65	0
<b>Sum driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)</b>	<b>2124</b>	<b>1750</b>	<b>1731</b>	<b>2075</b>	<b>2233</b>
Varelager	161	53	54	50	70
Derivater	17	2	0	5	0
Biologiske eiendeler	48	0	0	0	0
Rentefrie kortsiktige fordringer	330	48	19	76	46
<b>Sum driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)</b>	<b>556</b>	<b>103</b>	<b>73</b>	<b>131</b>	<b>116</b>
<b>Driftseiendeler (DE)</b>	<b>2680</b>	<b>1853</b>	<b>1804</b>	<b>2206</b>	<b>2349</b>
Andre aksjeinvesteringer	5	0	0	0	0
Finansielle rentebærende anleggsmidler	9	90	190	188	187
Finansielle rentefrie anleggsmidler	20	2	1	0	0
<b>Sum finansielle anleggsmidler (FAM)</b>	<b>34</b>	<b>92</b>	<b>191</b>	<b>188</b>	<b>187</b>
Rentebærende kortsiktige fordringer	5	0	5	13	21
Kontanter og kontantekvivalenter	147	60	52	24	4
Eiendeler holdt for salg/utdeling	0	799	0	66	66
<b>Sum finansielle omløpsmidler (FOM)</b>	<b>152</b>	<b>859</b>	<b>57</b>	<b>103</b>	<b>91</b>
<b>Finansielle eiendeler (FE)</b>	<b>186</b>	<b>951</b>	<b>248</b>	<b>291</b>	<b>278</b>
<b>Totale Eiendeler (TE)</b>	<b>2866</b>	<b>2804</b>	<b>2052</b>	<b>2497</b>	<b>2627</b>



<b>Egenkapital (EK)</b>	<b>1077</b>	<b>762</b>	<b>771</b>	<b>711</b>	<b>708</b>
<b>Minoritetsinteresser (MI)</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
Forpliktelser ved utsatt skatt	165	213	217	202	205
Pensjonsforpliktelser	17	7	4	5	0
Annen langsiktig rentefri gjeld	23	11	9	6	9
<b>Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)</b>	<b>205</b>	<b>231</b>	<b>230</b>	<b>213</b>	<b>214</b>
Leverandørgjeld og andre rentefrie betalingsforpliktelser	391	126	104	314	320
Forpliktelser ved periodeskatt	6	7	7	6	0
Derivater	13	18	38	28	0
<b>Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)</b>	<b>410</b>	<b>151</b>	<b>149</b>	<b>348</b>	<b>320</b>
<b>Driftsrelatert Gjeld (DG)</b>	<b>615</b>	<b>382</b>	<b>379</b>	<b>561</b>	<b>534</b>
Rentebærende lån og kreditter	987	764	820	1145	1247
<b>Langsiktig finansiell gjeld (LFG)</b>	<b>987</b>	<b>764</b>	<b>820</b>	<b>1145</b>	<b>1247</b>
Forpliktelser til aksjonærene ved utdeling av aksjene i Norway Seafoods	0	286	0	0	0
Kortsiktig rentebærende gjeld	168	78	78	78	136
Forpliktelser virksomhet holdt for utdeling	0	513	0	0	0
<b>Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)</b>	<b>168</b>	<b>877</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>136</b>
<b>Finansiell Gjeld (FG)</b>	<b>1155</b>	<b>1641</b>	<b>898</b>	<b>1223</b>	<b>1383</b>
<b>Totalkapital (TK)</b>	<b>2867</b>	<b>2805</b>	<b>2052</b>	<b>2499</b>	<b>2628</b>

Tabell 8 – Omgruppert balanse for Havfisk

Det neste steget er å omgruppere fra totalkapital (TK), til sysselsatt kapital (SSK). Grunnen til dette er at driftsrelatert gjeld ikke er investert kapital, men er en naturlig del av driften. Det jeg som analytiker er interessert i er den kapitalen som er skutt inn i virksomheten, og dermed er sysselsatt av eierne og finansielle långivere. Sysselsatt kapital kan finnes ved å trekke fra driftsrelatert gjeld fra begge sider i balansen (Figur 18).



Figur 18 – Fra totalkapital til sysselsatt kapital (Knivslå, 2014)

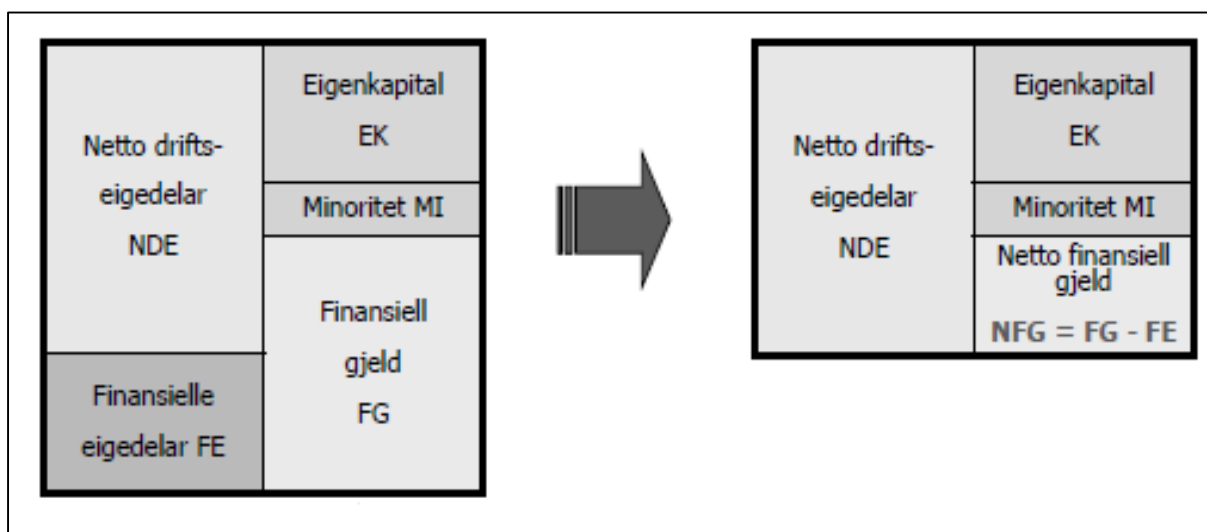
Jeg får da netto driftseiendeler og finansielle eiendeler på aktividasiden, og egenkapital, minoritet og finansiell gjeld på passivasiden. Netto driftseiendeler kan deles i netto anleggsmidler (NAM) og driftsrelatert arbeidskapital (DAK). Netto anleggsmidler er driftsrelaterte anleggsmidler minus langsiktig driftsrelatert gjeld, mens driftsrelatert arbeidskapital er driftsrelaterte omløpsmidler minus kortsiktig driftsrelatert gjeld (Tabell 9).

<b>Eiendeler (millioner kroner) per 31.12</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Sum driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	2124	1750	1731	2075	2233
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	205	231	230	213	214
<b>Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)</b>	<b>1919</b>	<b>1519</b>	<b>1501</b>	<b>1862</b>	<b>2019</b>
Sum driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	556	103	73	131	116
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	410	151	149	348	320
<b>Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)</b>	<b>146</b>	<b>-48</b>	<b>-76</b>	<b>-217</b>	<b>-204</b>
<b>Netto Driftseiendeler (NDE)</b>	<b>2065</b>	<b>1471</b>	<b>1425</b>	<b>1645</b>	<b>1815</b>
<b>Finansielle Eiendeler (FE)</b>	<b>186</b>	<b>951</b>	<b>248</b>	<b>291</b>	<b>278</b>
<b>Sysselsatte eiendeler (SSE)</b>	<b>2251</b>	<b>2422</b>	<b>1673</b>	<b>1936</b>	<b>2093</b>

<b>Egenkapital (EK)</b>	<b>1077</b>	<b>762</b>	<b>771</b>	<b>711</b>	<b>708</b>
<b>Minoritetsinteresser (MI)</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
<b>Finansiell Gjeld (FG)</b>	<b>1155</b>	<b>1641</b>	<b>898</b>	<b>1223</b>	<b>1383</b>
<b>Sysselsatt kapital (SSK)</b>	<b>2252</b>	<b>2423</b>	<b>1673</b>	<b>1938</b>	<b>2094</b>

Tabell 9 - Omgruppert balanse til sysselsatt kapital

Det siste steget i omgrupperingen av balansen er å gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Figur 19).



Figur 19 – Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er kapitalen som er investert i driften. Denne kan dermed finnes ved å trekke ut finansielle eiendeler fra begge sider i balansen. Jeg får da at netto driftseiendeler er lik egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld (Tabell 10).

<b>Eiendeler (millioner kroner) per 31.12</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	1919	1519	1501	1862	2019
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	146	-48	-76	-217	-204
<b>Netto Driftseiendeler (NDE)</b>	<b>2065</b>	<b>1471</b>	<b>1425</b>	<b>1645</b>	<b>1815</b>

<b>Egenkapital (EK)</b>	<b>1077</b>	<b>762</b>	<b>771</b>	<b>711</b>	<b>708</b>
<b>Minoritetsinteresser (MI)</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
Finansiell Gjeld (FG)	1155	1641	898	1223	1383
Finansielle Eiendeler (FE)	186	951	248	291	278
Netto finansiell gjeld (NFG)	969	690	650	932	1105
<b>Netto Driftskapital (NDK)</b>	<b>2066</b>	<b>1472</b>	<b>1425</b>	<b>1647</b>	<b>1816</b>

Tabell 10 - Omgruppert Balanse til Netto Driftskapital

#### *Omgruppert kontantstrømoppstilling*

Kontantstrømoppstillingen etter NGRS og IFRS er mest kreditororientert, og har dermed fokuset på likviditet. I tillegg er både finansinntekter, finanskostnader og betalt skatt klassifisert som drift (Knivsflå, 2014). På grunn av dette vil jeg sette opp en egen omgruppert kontantstrømoppstilling som er mer investororientert. Her vil fokuset være på kontanter som genereres gjennom drift, og som er fri for utdeling (Tabell 11). Den frie kontantstrømmen blir ikke normalisert, siden det er vanskelig å skille mellom normal og unormal endring i kapitalen. Havfisk hadde en stor økning i finansielle eiendeler i 2011 som følge av at Norway Seafoods ble omklassifisert fra en driftseiendel, til en finansiell eiendel holdt for salg. Dette reduserte driftseiendelene betraktelig. Da segmentene under Norway Seafoods ble solgt i 2012, ble det en stor reduksjon av de finansielle eiendelene igjen, noe som har påvirket den frie kontantstrømmen betraktelig.

#### 5.4 Analyse av målefeil og justering

Målet med regnskapsanalysen er å få en innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten. Bakgrunnen for å justere for målefeil er å få en så god rentabilitetsmåling som mulig. Det vil derimot være flere faktorer som gjør at regnskapet ikke speiler den underliggende økonomiske realiteten (Palepu, Healy & Peek, 2010). Det finnes tre ulike typer

målefeil av egenkapitalrentabilitet. Målefeil 1 er målefeil i forbindelse med god rentabilitetsmåling. Denne er gitt som forskjellen mellom god egenkapitalrentabilitet og kravet, slik at dette er god måling av strategisk fordel. Målefeil 2 kommer av at rapportert egenkapitalrentabilitet etter god regnskapsskikk skiller seg fra god rentabilitetsmåling. Dette kommer av at reglene i god regnskapsskikk gir dårlig måling. Hovedkilden til målefeil 2 er manglende balanseføring av kapital, slik at rentabiliteten blir overvurdert. Dette gjelder spesielt for markedsføring, forskning og utvikling (FoU), og operasjonell leie som ikke skal kapitaliseres, men heller kostnadsføres etter god regnskapsskikk (Palepu, Healy & Peek, 2010). Målefeil 3 er at rapportert egenkapitalrentabilitet skiller seg fra rentabilitetsmåling etter god regnskapsskikk. Denne typen målefeil kommer på grunn av kreativ regnskapsføring fra ledelsen, der regnskapstallene blir manipulert (Knivsflå, 2014). Dette er ulovlig, slik at denne type målefeil er svært sjelden.

$$MF = (ekr^* - ekk) + (ekr_{GRS} - ekr^*) + (ekr - ekr_{GRS})$$

Havfisk utarbeider konsernregnskapet på grunnlag av historisk kost, med unntak av derivater, finansielle instrumenter og finansielle eiendeler holdt for salg som vurderes etter virkelig verdi. Dette tyder på at problemet med målefeil er relativt lavt, slik at regnskapene gir god rentabilitetsmåling. Selskapet har ingen FoU eller markedsføringskostnader som behøver justering. Havfisk har derimot en operasjonell leieavtale vedrørende administrasjonsbygget i Ålesund med en årlig leie på 1,4 millioner. Leieavtalen har en løpetid på 10 år fra 2010, slik at fremtidige forpliktelser er på 9,5 millioner (Havfisk, 2013). Den gjennomsnittlige leiekapitalen som eventuelt burde balanseføres kan estimeres som årlig leie, multiplisert med den inverse annuiteten (Knivsflå, 2014). Ved å anta at leiekapitalen har en levetid på 5 år og at renten er lik 5% som er gjennomsnittlig finanskostnad i forhold til finansiell gjeld i analyseperioden, får jeg en gjennomsnittlig leiekapital på rundt 6 millioner som kan kapitaliseres. Jeg har derimot valgt å ikke gjøre justeringer for den operasjonelle leien. Siden denne justeringen er såpass liten, vil den ikke ha noen reell effekt på analysen. Dersom leiekravet er tilsvarende leieretten, vil det hverken ha effekt på det fullstendige nettoresultatet, eller på egenkapitalen. Kostnaden ved å gjøre denne justeringen vil derfor være større enn nytten.

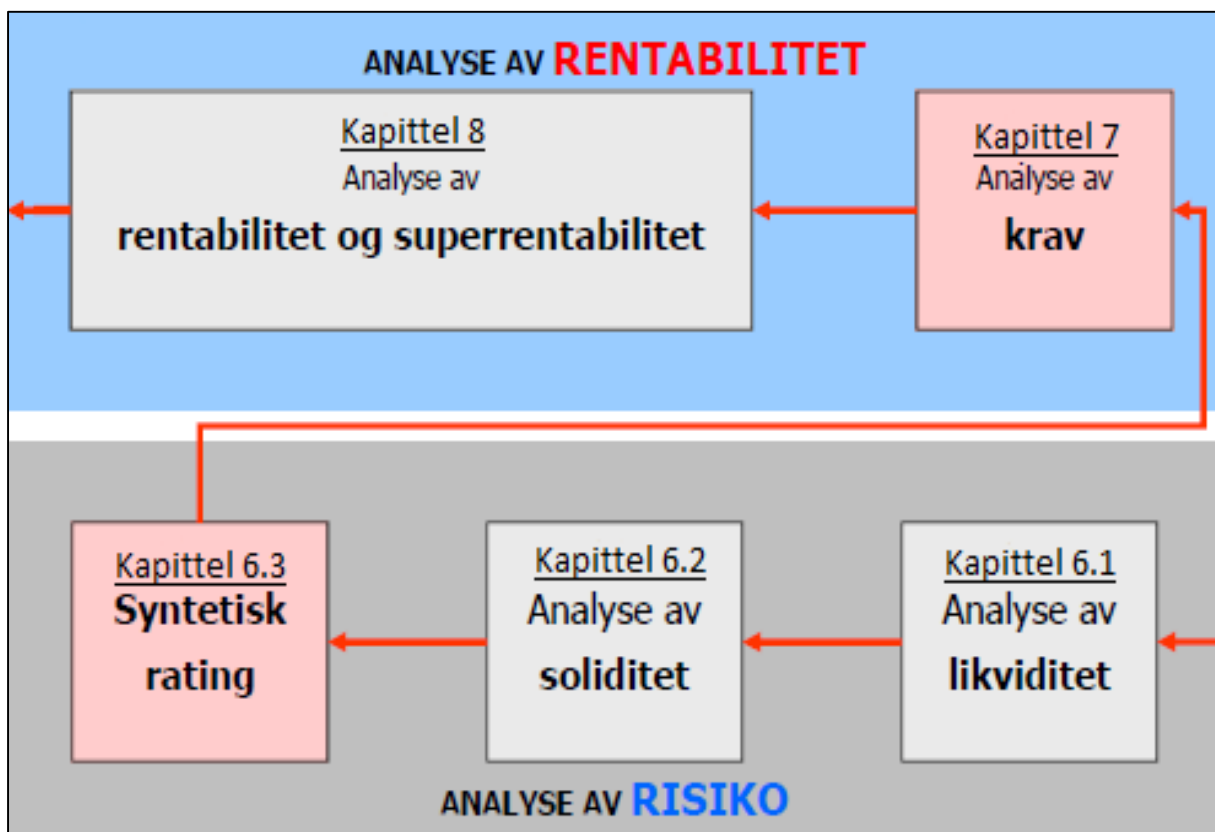
De viktigste kapitalene til Havfisk er knyttet til varige driftsmidler, og immaterielle eiendeler (Tabell 8). De immaterielle eiendelene for 2013 består av 325 millioner kroner i grunnkvoter,

og 463 millioner kroner i strukturvoter. I 2013 måtte Havfisk gjøre en prinsippendring for regnskapsføringen av strukturvoter etter påbud av Finanstilsynet. Havfisk sine fiskerettigheter består av ervervstillatelser, grunnkvoter og strukturvoter. Havfisk så på disse som en samlet enhet per fartøy, der grunn- og strukturkvotene har vært vurdert til å ha ubestemt utnyttbar levetid. De har derfor ikke foretatt ordinære avskrivninger på kvotene, men de har årlig blitt testet for verdifall. Strukturkvotene er tildelt med en forhåndsfastsatt tidsbegrensning på 20 eller 25 år, mens grunnkvotene er evigvarende ved at de tildeles årlig uten ny prøving og uten forhåndsfastsatt tidsbegrensning. Etter utløpet av strukturkvotenes tidsbegrensning, vil det samlede fangstkvantum bli omfordelt innenfor kvotegruppen «torsketrål». Finanstilsynets vurdering er at strukturkvotene utgjør immaterielle eiendeler etter IAS 38, fordi en strukturvote er en juridisk rettighet og er identifiserbar, og gir økonomiske fordeler som er kontrollerbare for selskapet. Siden det gjelder en tidsbegrenset rettighet, mener Finanstilsynet at rettigheten skal avskrives over kvotens resterende levetid til null, da det ikke er et aktivt marked eller foreligger en forpliktelse for tredjemann til å erverve rettigheten når levetiden er slutt. Styret og ledelsen i Havfisk mener at konsernets tidligere praksis bedre reflekterer den underliggende økonomiske realiteten, men har akseptert at Finanstilsynet har kommet til en annen konklusjon. Effekten av dette er at avskrivningene øker, slik at resultat før skatt reduseres. I 2013 ble resultat før skatt redusert med 28 millioner kroner som en direkte følge av endringen i regnskapsprinsipp av strukturkvotene (Havfisk, 2013). Effekten av prinsippendringen har også blitt innarbeidet i tidligere rapporterte resultater. Jeg vil bruke regnskapstallene som er utarbeidet etter Finanstilsynets påbud, selv om at dette kan gi en noe lavere rentabilitetsmåling enn hva de reelle økonomiske forholdene tilsier, ved at avskrivningene blir høyere.

Over 90% av de varige driftsmidlene til Havfisk i 2013 består av verdiene knyttet til fartøyene (Havfisk, 2013). Fartøyene vurderes til anskaffelseskost, fratrukket akkumulerte avskrivninger og tap ved verdifall. De avskrives lineært over estimert utnyttbar levetid. Estimert utnyttbar levetid for Havfisk sine skip er 10-30 år (Havfisk, 2013). Siden skipene er innregnet etter en kostmodell, vil rentabiliteten måle avkastning på investert kapital. Superrentabiliteten vil dermed måle strategisk fordel knyttet til faktiske investeringer (Knivsflå, 2014). På bakgrunn av dette mener jeg at regnskapet er godt nok for å få frem god rentabilitetsmåling og vil derfor ikke gjøre justeringer av målefeil i denne analysen.

## 5.5 Rammeverk for forholdstallanalyse

Målet med regnskapsanalysen er å avdekke Havfisk sine underliggende økonomiske forhold ved å utføre en forholdstallanalyse. Jeg vil utføre forholdstallanalysen i to hoveddeler (Figur 20). Først vil jeg utføre en risikoanalyse der jeg ser på kortsiktig risiko i form av en likviditetsanalyse, og langsiktig risiko i form av en soliditetsanalyse i kapittel 6. Etter en totalvurdering av virksomhetens risiko vil jeg komme frem til en syntetisk rating som indikerer sannsynligheten for at virksomheten går konkurs. Videre vil jeg analysere rentabiliteten til Havfisk. Her vil jeg først finne historisk avkastningskrav til egenkapitalen, netto finansiell gjeld og netto driftskapital i kapittel 7. Dette vil fungere som målestokken som rentabiliteten måles opp mot. Deretter vil jeg analysere lønnsomheten til Havfisk i kapittel 8. Her vil jeg dekomponere superrentabiliteten til egenkapitalen for å finne kildene til en eventuell strategisk fordel for Havfisk. Til slutt vil jeg oppsummere med en oversikt over Havfisk sin historiske superrentabilitet, noe som vil fungere som et startpunkt for utarbeidelsen av fremtidsregnskap i kapittel 9.



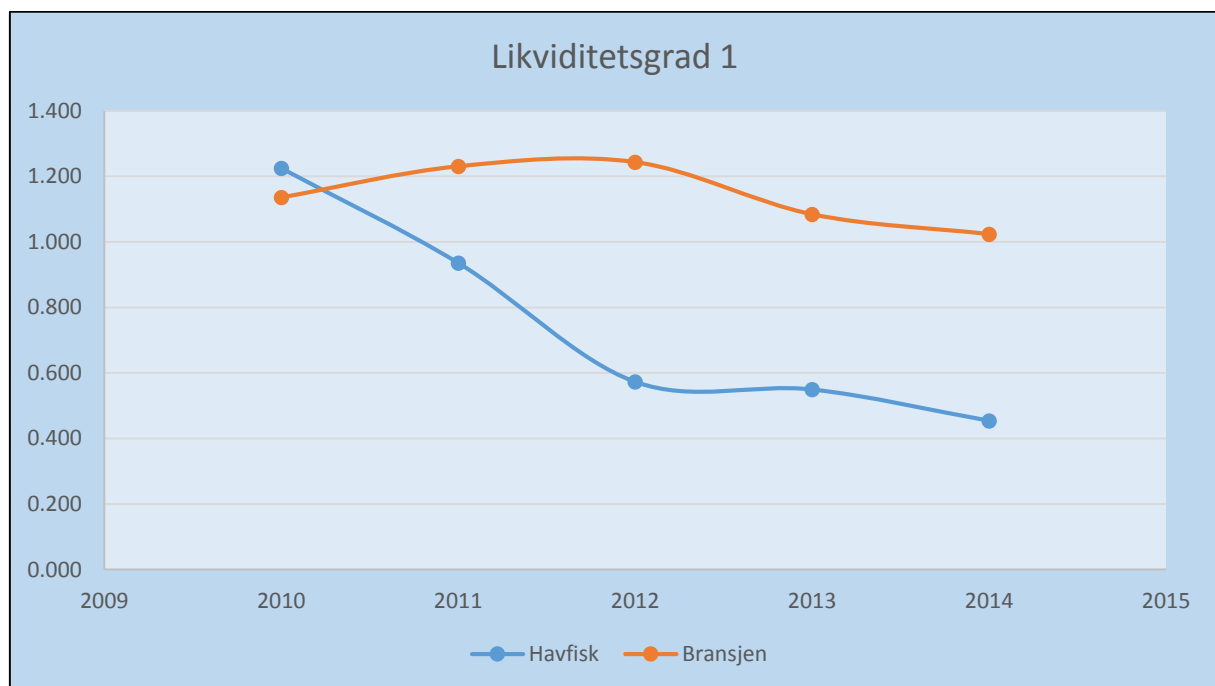
Figur 20 – Rammeverk for Forholdstallanalyse (Knivsfå, 2014)

## 6 Analyse av Risiko

### 6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Målet med likviditetsanalysen er å se om virksomheten har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. Jeg vil først se på kortsiktig gjeldsdekning i balansen, for deretter å se på gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm.

Det er to viktige forholdstall som indikerer gjeldsdekningen i balansen. En analyse av likviditetsgraden sier noe om kortsiktig gjeldsdekning, mens den finansielle dekningsgraden gir et bilde på lengre sikt (Palepu, Healy & Peek, 2010). Likviditetsgrad 1 (LG1) måles som forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det vil si hvor mye likvide eiendeler man har til å dekke gjeld med kort forfallstid. Likviditetsgrad 2 (LG2) er målt som forholdet mellom finansielle omløpsmidler (FOM) og kortsiktig gjeld. Jeg vil bruke bransjegjennomsnittet som målestokk for å vurdere likviditeten til Havfisk.

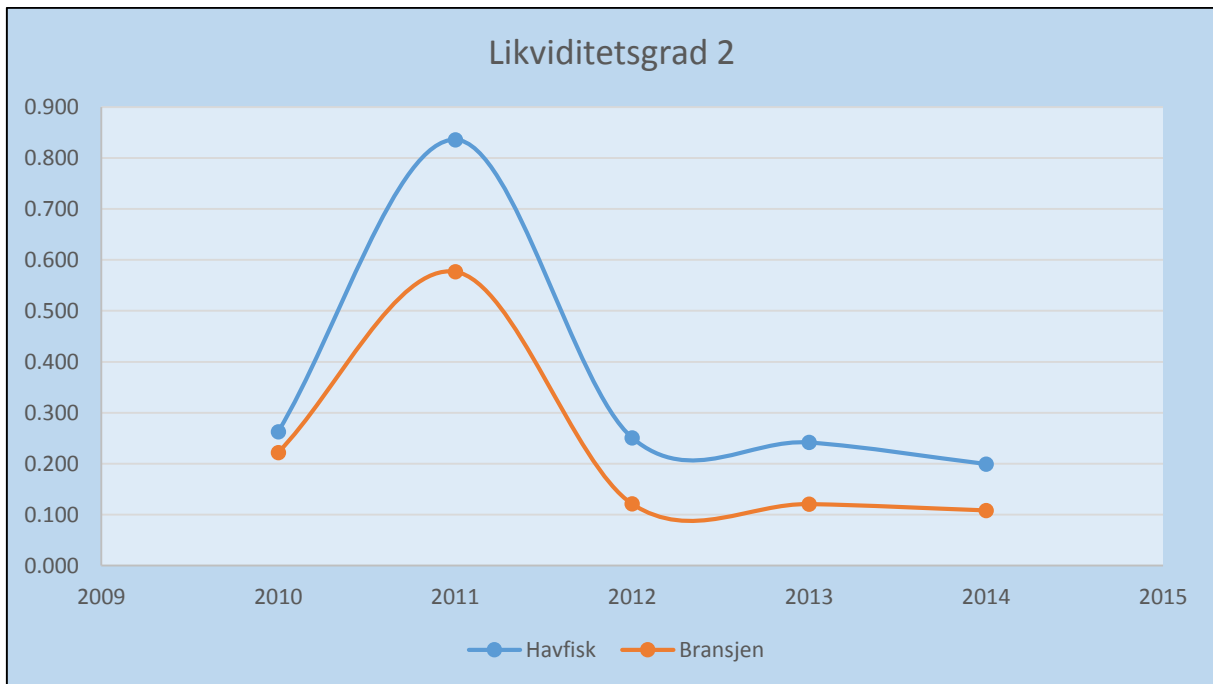


Figur 21 – Likviditetsgrad 1

Havfisk har hatt en relativt dårlig likviditetsgrad 1, spesielt etter 2011 (Figur 21).

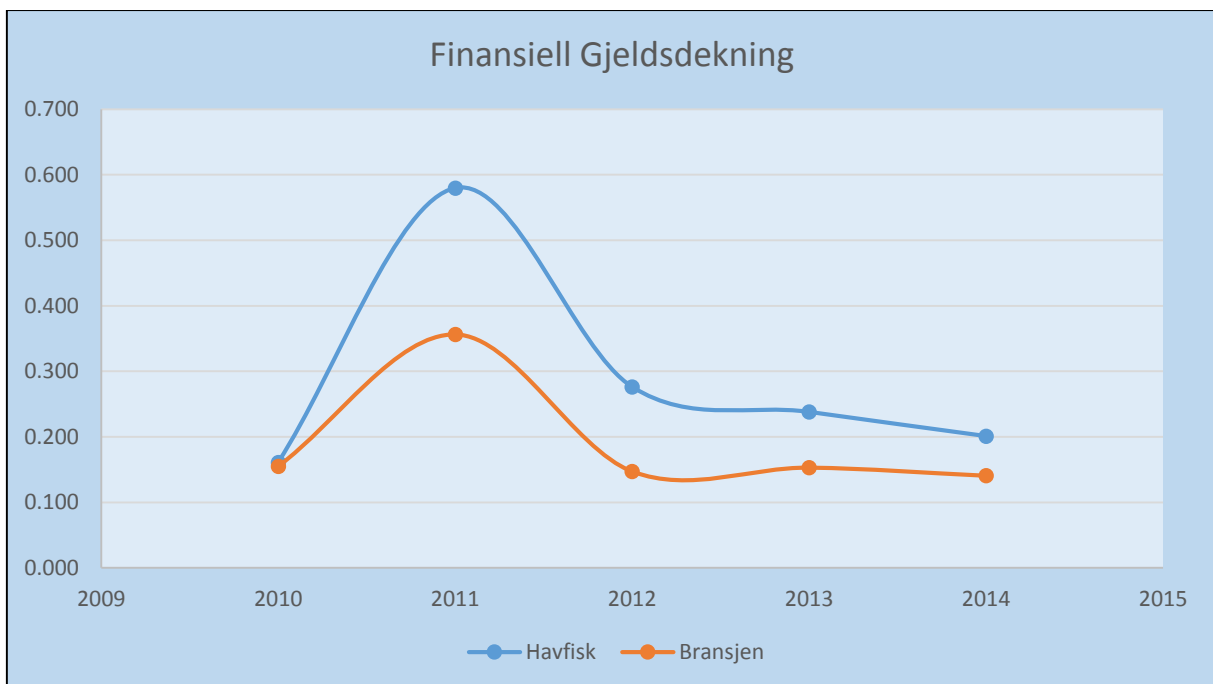
Likviditetsgrad 2 derimot, er bedre enn bransjesnittet over hele analyseperioden (Figur 22).

Hovedgrunnen til denne forskjellen er at Havfisk har lite driftsomløpsmidler i forhold til bransjesnittet, slik at likviditetsgrad 1 er lav. Havfisk har derimot en større andel av finansielle omløpsmidler, noe som slår positivt ut på likviditetsgrad 2.



Figur 22 – Likviditetsgrad 2

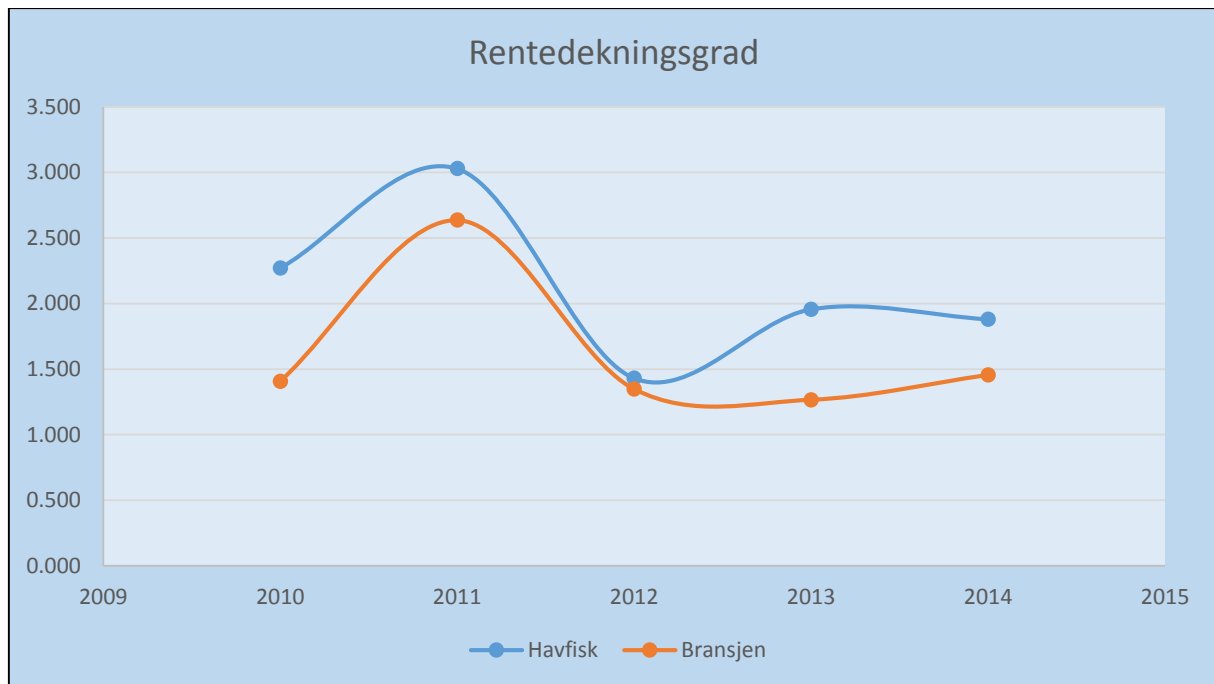
På litt lengre sikt kan gjeldsdekning i balansen måles av finansiell gjeldsdekning (Knivsflå, 2014). Dette forholdstallet måler andelen av finansielle eiendeler (FE) i forhold til finansiell gjeld (FG). Det vil si hvor mye finansielle eiendeler man har til å dekke den finansielle gjelden. Havfisk hadde en bedre gjeldsdekning enn bransjen over analyseperioden (Figur 23).



Figur 23 – Finansiell Gjeldsdekning



Gjeldsdekning gjennom nettoresultat kan måles ved rentedekningsgraden (Palepu, Healy & Peek, 2010). Den måler forholdet mellom nettoresultatet fra sysselsatt kapital (NDR + NFI) og netto finanskostnad (NFK). For konkursprediksjon vil normalisert rentedekningsgrad være best, selv om at den fullstendige rentedekningsgraden bedre illustrerer svingninger og dermed historisk risiko (Knivsflå, 2014). Jeg vil komme frem til et estimat på konkursrisikoen til Havfisk, så jeg bruker normaliserte tall (Figur 24).



Figur 24 - Rentedekningsgrad

Det siste jeg vil se på i likviditetsanalysen er finansiell gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm (Tabell 11). Her ser jeg på forholdet mellom fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler i forhold til fri kontantstrøm som går til finansielle långivere. Fri kontantstrøm til finansielle långivere er netto finanskostnad minus endring i finansiell gjeld. Dette forholdstallet gir kun mening dersom virksomheten er i en fase der den betaler tilbake gjeld (Knivsflå, 2014). Havfisk har hatt store endringer i finansiell gjeld i analyseperioden. Først i tilknytning til utdelingen av Norway Seafoods til aksjonærene. Finansiell gjeld økte i 2011 som følge av at Norway Seafoods ble avsatt til utdeling. I 2012 ble finansiell gjeld redusert betraktelig da utdelingen ble gjennomført. Deretter har nye lån i forbindelse med flåtefornyingsprogrammet ført til at finansiell gjeld har økt i 2013. På grunn av dette vil forholdstallet være lite meningsfylt for å analysere gjeldsdekning.

Havfisk har skapt kontanter gjennom driften i 2011 og 2012. Etter 2013 har de derimot gjort investeringer som har økt netto driftseiendeler, noe som har ført til en negativ kontantstrøm fra drift. Finansiell gjeld har også økt i 2013 på grunn av nye lån. Dette vil i all hovedsak være knyttet til flåtefornyingsprogrammet (Havfisk, 2013). Havfisk har hatt en positiv, men fallende kontantstrøm til egenkapitalen i analyseperioden.

<b>Kontantstrømoppstilling</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>
Netto driftsresultat (NDR)	62	114	53	79	101
Unormalt netto driftsresultat (UNDR)	0	-77	22	-5	-33
Endring i NDE		-594	-46	220	170
<b>Fri kontantstrøm fra drift (FKD)</b>		<b>631</b>	<b>122</b>	<b>-146</b>	<b>-102</b>
Netto finansinntekt (NFI)	10	9	9	8	9
Unormalt netto finansresultat (UNFR)	-12	-32	-21	-99	-19
Endring i finansielle eiendeler		765	-703	43	-13
<b>Fri kontantstrøm til Sysselsatt kapital (FKS)</b>		<b>-158</b>	<b>813</b>	<b>-279</b>	<b>-99</b>
Netto finanskostnad (NFK)	-32	-40	-44	-45	-58
Endring i finansiell gjeld		486	-743	325	160
Netto minoritetsresultat (NMR)	-2	-3	-1	-1	-1
Endring i minoritetsinteresser		0	-16	0	-1
<b>Fri kontantstrøm til Egenkapital (FKE)</b>		<b>291</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>2</b>

Tabell 11 - Omgruppert Kontantstrømoppstilling for Havfisk

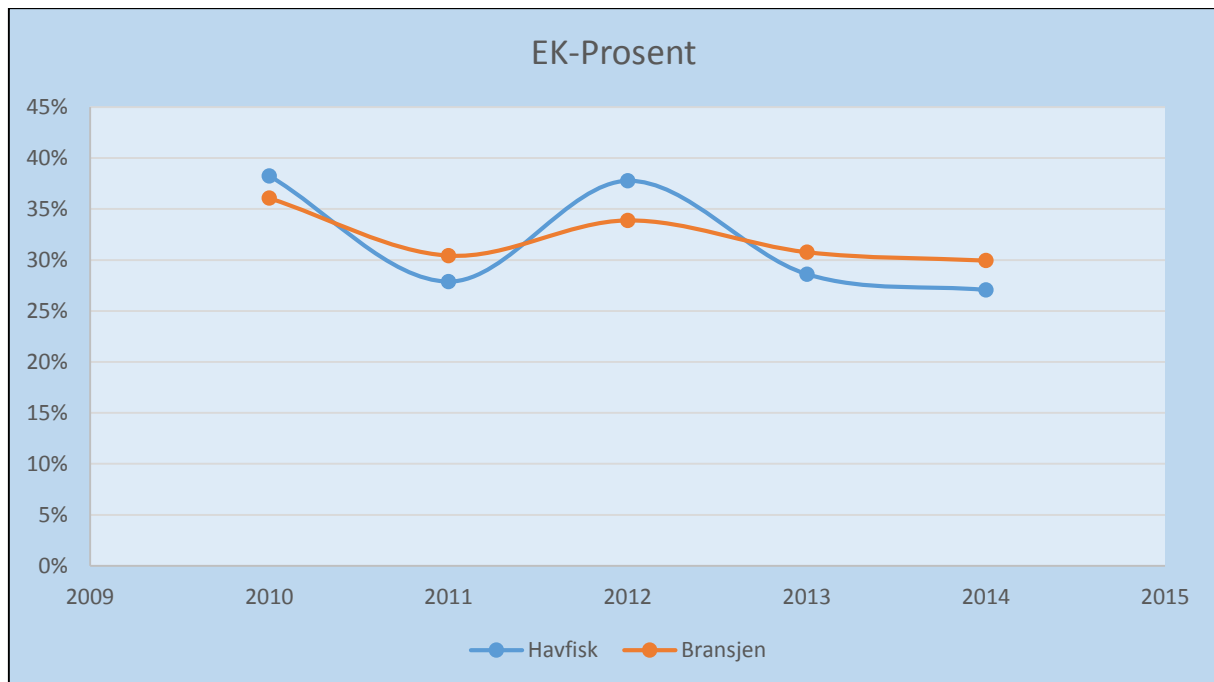
Oppsummert har Havfisk jevnt over en lavere likviditetsrisiko enn bransjen. Unntaket er likviditetsgrad 1, der Havfisk er mye dårligere enn bransjen. Ved å gå litt nærmere inn på tallene, så kan dette forklares ved at Havfisk har mye mindre varelager og rentefrie fordringer enn bransjesnittet. En viktig grunn til dette er at Havfisk har skilt ut foredlingssegmentene sine. Ved å kun drive med fangst er behovet for varelager sterkt redusert.

## 6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Målet med soliditetsanalysen er å finne ut hvor godt rustet Havfisk er til å stå imot fremtidige tap. Tap blir ført mot egenkapitalen, så hovedfokuset er på kapitalstruktur og lønnsomhet. Et vanlig forholdstall som måler soliditeten til virksomheten er egenkapitalprosenten (Knivsflå, 2014). Jeg vil se på egenkapitalprosenten for konsernet, slik at egenkapitalprosenten er lik andelen egenkapital og minoritetsinteresser i forhold til totalkapitalen.

$$EKP = \frac{EK + MI}{TK}$$

Egenkapitalprosenten til Havfisk har ligget rundt samme nivå som for bransjesnittet i hele analyseperioden, men de siste to årene har den vært litt lavere (Figur 25). Både Havfisk og bransjesnittet har hatt en fallende trend siden 2010, noe som tyder på at risikoen har økt. For Havfisk sin del kan låneopptak i forbindelse med flåtefornyingsprogrammet forklare en stor del av den reduserte EK-prosenten de to siste årene.



Figur 25 - Egenkapitalprosent

Siden egenkapitalen er en buffer mot tap, så vil dårlig resultat og netto betalt utbytte tære på egenkapitalen. Analyse av lønnsomhet er derfor en viktig del av soliditetsanalysen. Et vanlig forholdstall som måler lønnsomheten i driften er netto driftsrentabilitet (Penman, 2013). Havfisk har hatt en økning i netto driftsrentabilitet etter 2012 (Figur 34). Relativt til bransjen har lønnsomheten vært svært god, spesielt de to siste årene. Dette tyder på at risikoen for at dårlig resultat skal tære på egenkapitalen er lavere for Havfisk enn for bransjen.

Analyse av kapitalstrukturen i form av en statisk finansieringsanalyse kan gi innsikt i hvordan virksomheten er finansiert på et gitt tidspunkt (Knivsflå, 2014). Finansiering i form av kortsiktig gjeld er mest risikabelt, mens egenkapitalfinansiering er minst risikabelt. Etter andre kvartal 2014 har Havfisk finansiert driftsrelaterte anleggsmidler med egenkapital,

minoritetsinteresser, langsiktig driftsrelatert gjeld, langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld (Tabell 12).

Statisk Finansieringsanalyse Havfisk 2014T							
Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	708	3	214	1247	61		2233
FAM					187		187
DOM					72	44	116
FOM						91	91
TK	708	3	214	1247	320	135	2627

Statisk Finansieringsanalyse Havfisk 2014T							
Prosent	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	0.317	0.001	0.096	0.558	0.027	0.000	1.000
FAM	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
DOM	0.000	0.000	0.000	0.000	0.621	0.379	1.000
FOM	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
TK	0.270	0.001	0.081	0.475	0.122	0.051	1.000

Tabell 12 – Statisk Finansieringsanalyse for Havfisk

Finansielle anleggsmidler er i sin helhet finansiert av kortsiktig driftsrelatert gjeld, mens driftsomløpsmidler er finansiert av kortsiktig driftsrelatert gjeld og kortsiktig finansiell gjeld. For å se om Havfisk har en relativt risikabel finansiering, kan bransjesnittet brukes som sammenligningsgrunnlag (Tabell 13).

Statisk Finansieringsanalyse Bransjesnitt 2014T							
Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	1319	107	260	1734			3420
FAM				226			226
DOM				27	630	340	997
FOM						118	118
TK	1319	107	260	1987	630	458	4761

Statisk Finansieringsanalyse Bransjesnitt 2014T							
Prosent	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	0.386	0.031	0.076	0.507	0.000	0.000	1.000
FAM	0.000	0.000	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000
DOM	0.000	0.000	0.000	0.027	0.632	0.341	1.000
FOM	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
TK	0.277	0.022	0.055	0.417	0.132	0.096	1.000

Tabell 13 – Statisk Finansieringsanalyse for Bransjesnittet

Bransjesnittet har en større EK-prosent enn Havfisk, noe som tyder på bedre soliditet. I tillegg er det kun omløpsmidler som er finansiert av kortsiktig gjeld. Bransjesnittet har derimot en større andel av den totale finansieringen gjennom kortsiktig gjeld, noe som gir

økt risiko. Samlet sett har Havfisk en finansieringsstruktur med høyere risiko enn for bransjesnittet.

Havfisk har en soliditetsrisiko som er omtrent på samme nivå som for bransjen.

Egenkapitalprosenten er marginalt lavere, samt at den statiske finansieringsanalysen indikerer at finansieringen har høyere risiko. Lønnsomheten i drift er derimot markant høyere for Havfisk enn for bransjen, slik at den samlede soliditetsrisikoen vil være forholdsvis lik for Havfisk og bransjesnittet.

### 6.3 Syntetisk rating

Hverken Havfisk eller virksomhetene i bransjesnittet får rating av de store selskapene som driver med kredittvurdering. Jeg vil derfor utføre en syntetisk rating der jeg prøver å klassifisere virksomheten i riktig risikoklasse på bakgrunn av den samlede risikoanalysen. Jeg vil lage et foreløpig estimat på ratingen basert på fire viktige forholdstall. Et endelig estimat vil bli satt etter en samlet vurdering basert på innsikten fra likviditets- og soliditetsanalysen. Den endelige ratingen vil gi et estimat på konkurrisikoen til virksomheten, som vil brukes til å finne kravet til netto finansiell gjeld i kapittel 7 (Knivsflå, 2014).

Den foreløpige ratingen vil bli satt med bakgrunn i forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Figur 26 viser et forslag til ratingklasse for hvert av de ulike forholdstallene.

Rating	Likviditets- grad 1 <b>lg1</b>	Rentedekningsgrad (etter 28% skatt) <b>rdg</b>	Egenkapitalprosent (i høve til TK) <b>ekp</b>	Netto drifts- rentabilitet <b>ndr</b>
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	<b>8,900</b>	<b>11,600</b>	<b>0,895</b>	<b>0,308</b>
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	<b>4,600</b>	<b>4,825</b>	<b>0,755</b>	<b>0,216</b>
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	<b>2,350</b>	<b>2,755</b>	<b>0,550</b>	<b>0,131</b>
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	<b>1,450</b>	<b>1,690</b>	<b>0,380</b>	<b>0,082</b>
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	<b>1,050</b>	<b>1,060</b>	<b>0,270</b>	<b>0,054</b>
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	<b>0,750</b>	<b>0,485</b>	<b>0,175</b>	<b>0,026</b>
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	<b>0,550</b>	<b>-0,345</b>	<b>0,105</b>	<b>-0,002</b>
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	<b>0,450</b>	<b>-1,170</b>	<b>0,030</b>	<b>-0,030</b>
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	<b>0,350</b>	<b>-1,995</b>	<b>-0,100</b>	<b>-0,058</b>
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Figur 26 – Ratingklasser for forholdstall (Knivsflå, 2014)

Basert på de fire forholdstallene gir jeg Havfisk en rating for hvert år i analyseperioden (Tabell 14). I følge forholdstallene har konkurrisikoen for Havfisk økt de siste årene. Spesielt likviditetsgrad 1 har vært svak. Bransjen og Havfisk har hatt samme rating i alle år, med unntak av 2012 der risikoen var noe større hos Havfisk. Den gjennomsnittlige karakteren til Havfisk over perioden har lagt mellom B og BB. Den foreløpige ratingen vil derfor være B/BB. Jeg vil derimot justere opp den gjennomsnittlige ratingen over analyseperioden til BB, basert på innsikten fra soliditets- og likviditetsanalysen. Jeg mener at likviditetsgrad 1 gir en urettmessig lav karakter for Havfisk. Dette skyldes hovedsakelig at Havfisk er et rendyrket fangstselskap, og dermed har lite driftsomløpsmidler. Havfisk har en mye større andel av finansielle omløpsmidler, slik at likviditetsgrad 2 er mye bedre enn for bransjesnittet (Figur 22). Et ensidig fokus på likviditetsgrad 1 kan derfor gi et skjevt bilde av likviditetsrisikoen til Havfisk. Gjennomsnittsratingen for bransjesnittet vil også være på BB i analyseperioden.

Syntetisk Rating	2011	2012	2013	2014T
<b>Havfisk</b>				
Likviditetsgrad 1	B	CCC	CCC	CC
Rentedekningsgrad	A	BB	BBB	BBB
Egenkapitalprosent	BB	BB	BB	BB
Netto Driftsrentabilitet	BB	B	B	BB
<b>Gjennomsnittskarakter</b>	<b>BB+</b>	<b>B+</b>	<b>BB-</b>	<b>BB-</b>
<b>Bransjegjennomsnitt</b>				
Likviditetsgrad 1	BB	BB	BB	B
Rentedekningsgrad	BBB	BB	BB	BB
Egenkapitalprosent	BB	BB	BB	BB
Netto Driftsrentabilitet	BB	B	B	B
<b>Gjennomsnittskarakter</b>	<b>BB+</b>	<b>BB-</b>	<b>BB-</b>	<b>BB-</b>

Tabell 14 – Syntetisk Rating

Fra den strategiske analysen i kapittel 4.4 konkluderte jeg med at de største truslene for Havfisk var knyttet til miljømessige, politiske og økonomiske faktorer. Siden den norske hvitfiskindustrien er avhengig av å eksportere produktene sine, vil Havfisk sin lønnsomhet i stor grad være avhengig av de økonomiske og politiske forholdene i eksportmarkedene. Handelsbarrierer og økonomiske resesjoner kan føre til at eksportmarkedet for norsk hvitfisk blir lavere, og at etterspørselen går ned. I tillegg er Havfisk avhengig av at kvaliteten og tilgjengeligheten på fisken er god. Miljøfaktorer som forurensing og klimaendringer kan i så måte være en stor trussel for Havfisk. Risikoen for en ulykke tilknyttet oljeindustrien langs norskekysten vil være en spesielt viktig trussel som kan ødelegge Havfisk sitt ressursgrunnlag.

## 7 Historisk Avkastningskrav

### 7.1 Teori om avkastningskrav

Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastningen over tid som behøves for å tiltrekke seg kapital. Kravet kan derfor estimeres som den forventede avkastning kapitalmarkedet gir på investeringer med samme risiko som for virksomheten (Gjesdal & Johnsen, 1999). Avkastningskrav blir brukt som målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente for å finne nåverdi. Investorer vil kreve en avkastning som er minst like stor som for tilsvarende investeringer med samme risiko. Kapitalverdimodellen gir en enkel og elegant måte å estimere kravet til egenkapitalavkastning (Benninga, 2008):

$$ekk = r_f + \beta_{EK} \times (r_m - r_f)$$

Her er egenkapitalkravet lik risikofri rente, pluss markedsfølsomheten beta ganger markedets risikopremie. Denne modellen forutsetter perfekte kapitalmarkeder, og tar kun hensyn til systematisk risiko. Denne modellen blir ofte for simpel, og bør justeres. Siden egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, bør også kravet være det samme. For å gjøre det om til et krav etter skatt, må risikofri rente og markedsrisikopremien justeres. I tillegg har kapitalmarkedet en viss grad av markedssvikt, noe som det ikke tas hensyn til i den enkle kapitalverdimodellen. For å ta hensyn til markedssvikt, vil jeg legge til en illikviditetspremie (ILP). Illikviditetspremien skal kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, der det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å selge aksjen raskt (Gjesdal & Johnsen, 1999). Jeg vil derfor bruke følgende modell for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, der markedsrisikopremien (MRP) er lik markedets avkastning minus risikofri rente etter skatt:

$$ekk = r_f \times (1 - s) + \beta_{EK} \times MRP + ILP$$

For kravet til minoritetsinteressene (mik) forutsetter jeg at beta til minoriteten er lik beta til egenkapitalen. Kravet til avkastning for minoritetsinteressene kan dermed estimeres som egenkapitalkravet, pluss en ekstra illikviditetspremie som skal ta høyde for den ekstra illikviditeten ved at minoriteten ofte er låst inne (Knivsflå, 2014).

For å finne finansielt gjeldskrav for virksomheten må man ha et estimat på kredittrisikoen. Kredittrisiko er faren for at lån helt eller delvis blir misligholdt, slik at långivere sitter igjen med tap. Siden kredittrisiko kun har en nedside, får långiver aldri betalt tilbake mer enn

hovedstolen pluss avtalt rente. For kreditor vil kredittrisiko derfor være en systematisk risiko. Finansielt gjeldskrav kan estimeres som risikofri rente etter skatt pluss en kredittrisikopremie som skal ta høyde for risikoen for mislighold. Kredittrisikopremien estimeres som sannsynligheten for konkurs multiplisert med forventet prosentvis tap etter skatt (Gjesdal & Johnsen, 1999):

$$fgk = r_f \times (1 - s) + KRP$$

Vektet gjennomsnittlig avkastningskrav er gjennomsnittet til summen av to eller flere kapitaler. Dersom et vektet avkastningskrav skal brukes som målestokk ved strategisk rentabilitetsanalyse bør man bruke balanseførte vekter. Dersom et gjennomsnittlig avkastningskrav skal brukes til verdivurdering så må vektene være estimert til virkelig verdi. Finansielt eiendelskrav er et vektet gjennomsnittlig avkastningskrav. Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer, slik at finansielt eiendelskrav kan estimeres som det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet mellom kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet (Knivsflå, 2014):

$$fek = r_f \times (1 - s) \times \frac{KON}{FE} + (r_f \times (1 - s) + KRP) \times \frac{FOR}{FE} + (r_f \times (1 - s) + \beta_{INV} \times MRP + ILP) \times \frac{INV}{FE}$$

Ved å ta den vektete differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav, er det mulig å finne et estimat på netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2014):

$$nfgk = fgk \times \frac{FG}{NFG} - fek \times \frac{FE}{NFG}$$

Selskapskapitalen kan enten måles som sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Disse kravene omtales ofte som WACC (Weighted Average Cost of Capital) på engelsk (Berk & DeMarzo, 2011). Sysselsattkapitalkravet kan estimeres som:

$$skk = ekk \times \frac{EK}{SSK} + mik \times \frac{MI}{SSK} + fgk \times \frac{FG}{SSK}$$

Netto driftskravet kan estimeres som:

$$ndk = ekk \times \frac{EK}{NDK} + mik \times \frac{MI}{NDK} + nfgk \times \frac{NFG}{NDK}$$

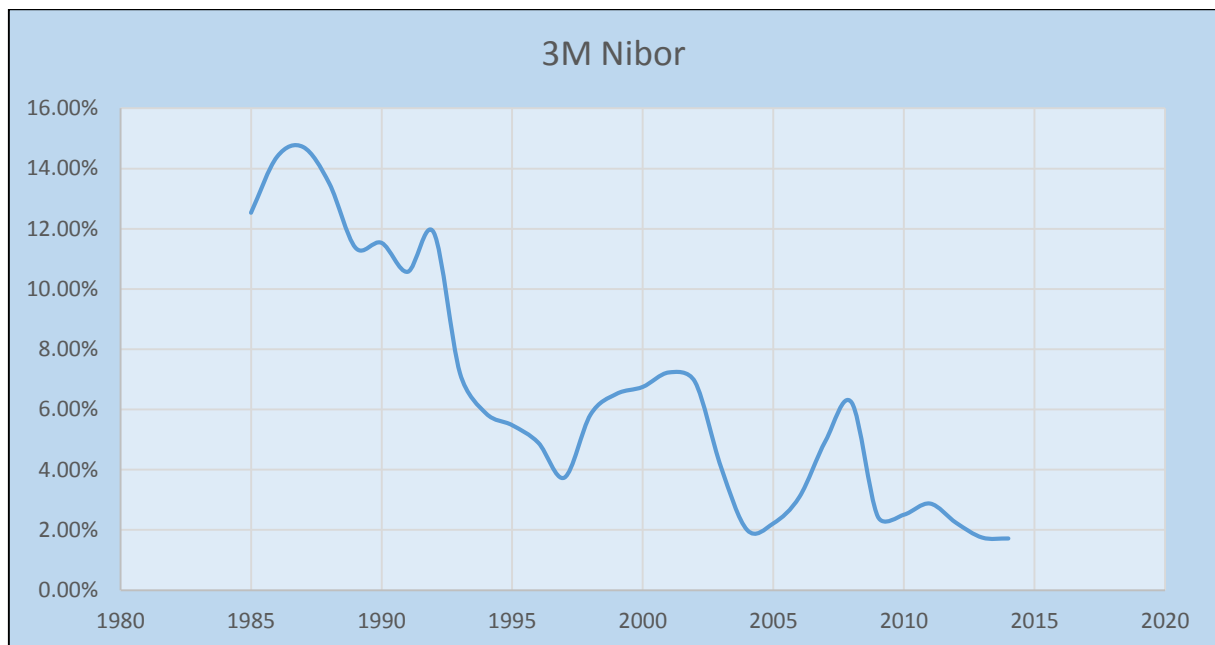
Jeg vil bruke netto driftskapital som selskapskapital videre i denne utredningen.



## 7.2 Risikofri rente, risikopremie og beta

For å kunne estimere kravet til egenkapitalen må jeg finne estimater for risikofri rente, markedets risikopremie, egenkapitalbetaen og illikviditetspremien (Gjesdal & Johnsen, 1999). Risikofri rente før skatt kan estimeres som 3M Nibor, justert for kredittrisikoen til norske banker (Knivsflå, 2014). De siste tiårene har renten vært fallende (Figur 27).

Kredittrisikoen til norske banker er svært lav. Ratingen til DNB ligger mellom A+ og AA hos Standard and Poor's, Moody's og Dominion Bond Rating Services (DNB, 2014). Jeg vil forutsette at gjennomsnittlig bankrating er på AA. Dette gir en kredittrisikopremie før skatt på 0.006 (Tabell 18). Jeg kan dermed finne et estimat på risikofri rente etter skatt for analyseperioden (Tabell 15).



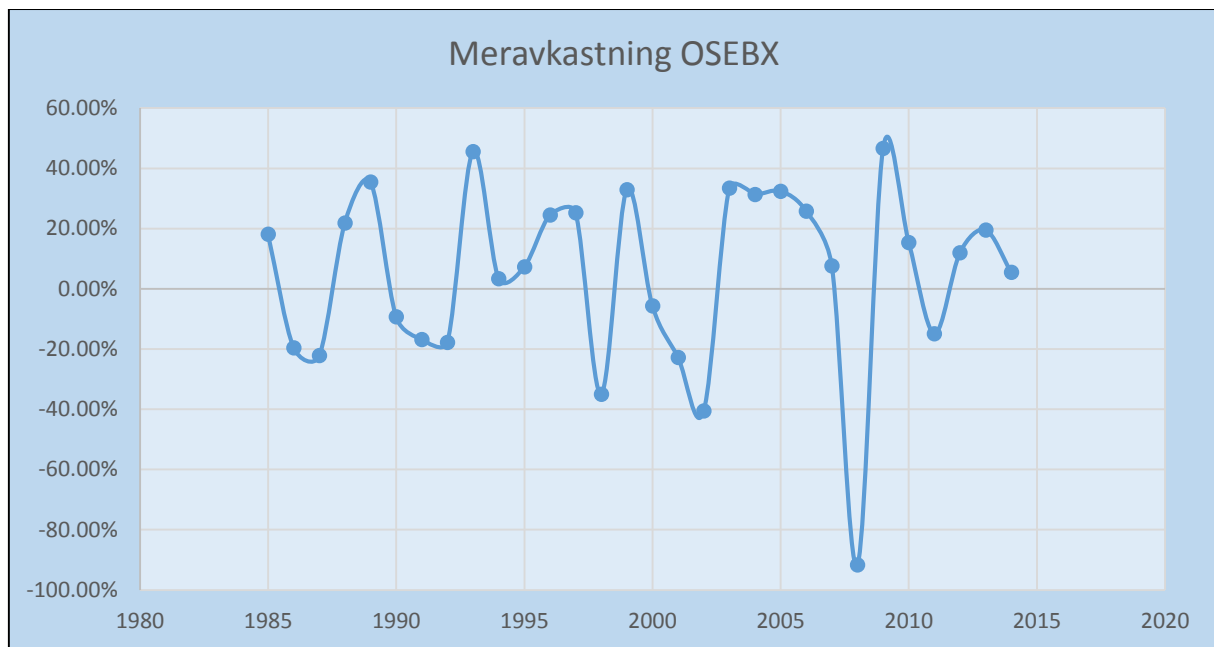
Figur 27 – Årlig gjennomsnittlig 3M NIBOR (Norges Bank, 2014b og Oslo Børs, 2014)

Risikofri rente	2011	2012	2013	2014
Nibor 3M	0.029	0.022	0.018	0.017
KRP	0.006	0.006	0.006	0.006
<b>Risikofri rente før skatt</b>	<b>0.023</b>	<b>0.016</b>	<b>0.012</b>	<b>0.011</b>
Skatt (28%/27%)	0.006	0.005	0.003	0.003
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0.016</b>	<b>0.012</b>	<b>0.008</b>	<b>0.008</b>

Tabell 15 – Risikofri rente etter skatt

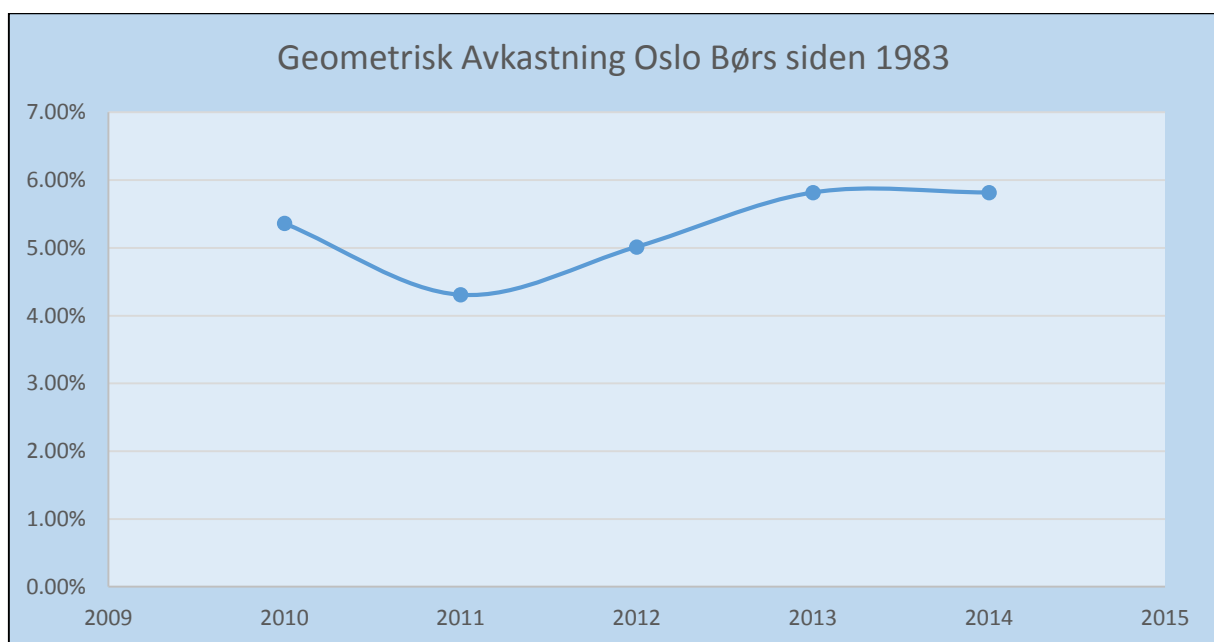
Markedets risikopremie måler forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente. Risikopremien for Oslo Børs vil variere avhengig av børsens risikonivå, og med investorenes risikoholdning. Det finnes ingen universelt akseptert modell for å estimere markedets risikopremie, slik at det finnes forskjellige metoder som brukes i praksis

(McKinsey et al., 2011). Jeg vil estimere markedets risikopremie basert på historiske avkastningstall på Oslo Børs. Avkastningen på benchmarkindeksen OSEBX minus estimert risikofri rente har vært svært variabel historisk (Figur 28).



Figur 28 – Årlig Meravkastning OSEBX over risikofri rente

Jeg vil bruke gjennomsnittlig meravkastning fra 1985 til 2014 som et estimat på risikopremien på lang sikt. Gjennomsnittet er på 5,0%. For å få med variasjonen i risikopremien på kort sikt har jeg valgt å bruke gjennomsnittlig årlig geometrisk avkastning fra 1983 og frem til hvert år av analyseperioden (Figur 29).



Figur 29 – Gjennomsnittlig årlig geometrisk avkastning siden 1983

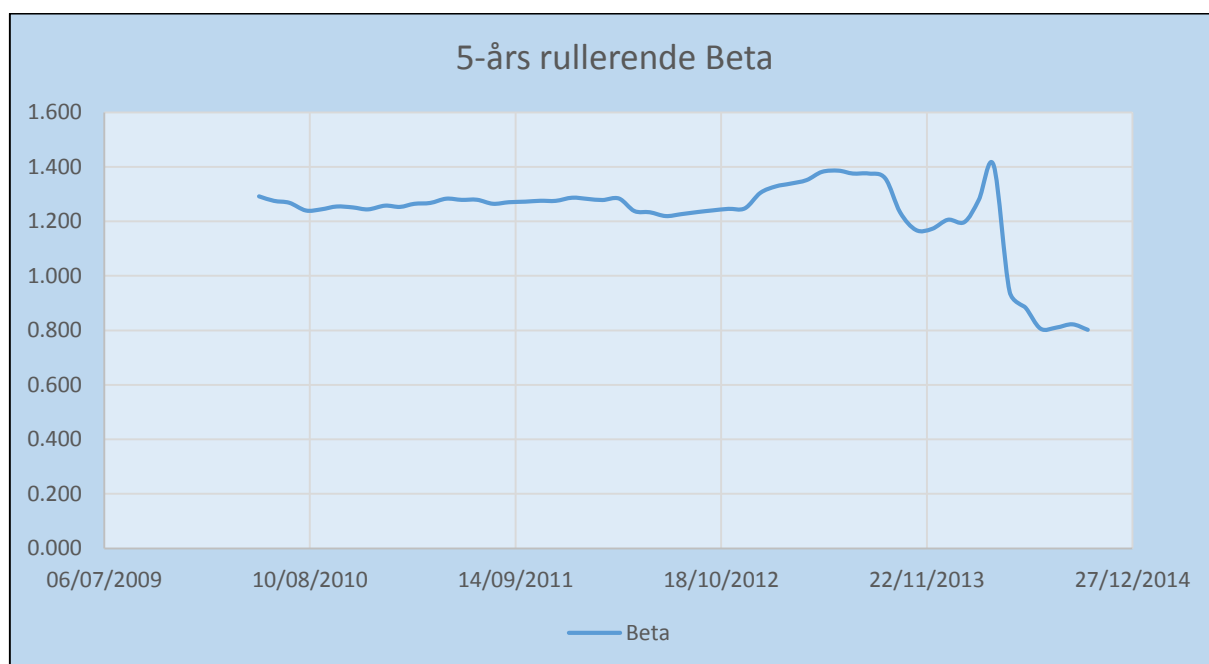
Mitt endelige estimat for risikopremien er et vektet gjennomsnitt, der begge estimatene blir vektet likt (Tabell 16).

T:	2010	2011	2012	2013	2014
Gjennomsnittlig meravkastning 1985-2014	5%	5%	5%	5%	5%
Vekt	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Geometrisk avkastning 1983-T	5.36%	4.31%	5.02%	5.82%	5.82%
Vekt	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Løpende risikopremie</b>	<b>5.18%</b>	<b>4.66%</b>	<b>5.01%</b>	<b>5.41%</b>	<b>5.41%</b>

Tabell 16 – Risikopremie i analyseperioden

PwC (2013) konkluderer med at risikopremien i 2013 og 2014 er på 5,0%, det samme nivået som for 2011 og 2012. På bakgrunn av dette, er jeg trygg på at den løpende risikopremien jeg har funnet er innenfor det som kan regnes som fornuftig.

Beta er et mål på hvordan egenkapitalavkastningen samvarierer med markedet. Siden Beta ikke kan direkte observeres, må verdien estimeres. En vanlig metode er å estimere beta ved å bruke lineær regresjon. I følge McKinsey et al. (2010) er det forskjeller i hvor lang måleperiode som brukes for å estimere beta. Morningstar Ibbotson bruker fem år med månedlige data, mens Bloomberg bruker to år med ukentlige data. Jeg har valgt å bruke fem år med månedlige avkastningstall, noe som gir et betaestimert på 0,802. Siden estimatet av beta er relativt upresist, kan det være hensiktsmessig å se etter eventuelle endringer over tid ved å plote rullerende beta (Figur 30).



Figur 30 – Fem års rullerende egenkapitalbeta

Som figuren viser, så har betaestimatet endret seg fundamental over tid. En stor del av denne endringen kan tilskrives at driften i Havfisk endret seg betraktelig etter at Norway Seafoods ble utdelt til aksjonærene. Det virker logisk at markedsfølsomheten har gått ned ettersom Havfisk nå kun fokuserer på salg av råstoff der de er sikret oppgjør gjennom salgslagene, i motsetning til å drive med foredling der oppnådd pris i større grad er avhengig av markedets betalingsvilje.

Betaestimatet bør i tillegg justeres. Grunnen til dette er et resonnement som følger logikken bak Bayes-Stein estimering (Jorion, 1986). Siden markedet og dermed den gjennomsnittlige virksomheten har beta lik en, vil vårt beste estimat før regresjonen være at beta er lik en. Ved å kombinere denne informasjonen med betaestimatet fra regresjonen, kan betaestimatet forbedres. Et vektet gjennomsnitt mellom en og betaestimatet fra regresjonen, vil redusere estimeringsfeilen. Jeg vil bruke Bloomberg sin standard justeringsmetode for å forbedre betaestimatet:

$$\beta_{justert} = 0.33 + 0.67\beta_{ujustert}$$

På denne måten justeres den estimerte betaen mot en. Den justerte gjennomsnittlige egenkapitalbetaen som jeg vil bruke blir dermed 0.867.

### 7.3 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld

Havfisk er ikke blant de mest omsatte aksjene på Oslo Børs, men det bør likevel ikke være særlig problemer med tanke på innlåsing i aksjen. Jeg forutsetter at majoriteten i Havfisk har en illikviditetspremie på 0.5%. For minoritetsinteressene vil det være større grad av innlåsing. Jeg vil derfor anta at 3% er en passende illikviditetspremie for minoritetsinteressene. Dette gjør at jeg kan finne gjennomsnittlig egenkapitalkrav og minoritetskrav over analyseperioden. For å finne kravene spesifisert for hvert år må jeg først finne netto driftskravet.

For å finne netto driftskrav trenger jeg netto finansielt gjeldskrav og beta til netto finansielt gjeldskrav. Netto finansielt gjeldskrav kan finnes som et vektet gjennomsnitt av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav (Knivsflå, 2014). Kravet til avkastning etter skatt på finansiell gjeld kan estimeres som risikofri rente pluss en kredittrisikopremie som fastsettes på bakgrunn av virksomhetens syntetiske rating (Tabell 17). Finansielt gjeldskrav i analyseperioden kan dermed estimeres som:

Finansielt gjeldskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Risikofri rente etter skatt	1.64%	1.18%	0.83%	0.82%	1.12%
Kredittrisikopremie	3.10%	4.40%	3.10%	3.10%	3.43%
<b>Finansielt gjeldskrav etter skatt</b>	<b>4.74%</b>	<b>5.58%</b>	<b>3.93%</b>	<b>3.92%</b>	<b>4.54%</b>

Tabell 17 – Finansielt gjeldskrav

Før kravet til finansielle eiendeler kan estimeres, er det to forutsetninger som må tas. Først må jeg finne en passende kredittrisikopremie for fordringer. Siden den vanligste ratingen er BBB, forutsetter jeg at fordringene på gjennomsnittet har tilsvarende rating. Dette gir en kort kredittrisikopremie på 1% (Tabell 18).

Kredittrisikopremie etter skatt	Kort KRP	Tillegg for Lang	Lang KRP
AAA	0.002	0.004	0.006
AA	0.004	0.004	0.008
A	0.006	0.004	0.010
BBB	0.010	0.004	0.014
BB	0.027	0.004	0.031
B	0.040	0.004	0.044
CCC	0.079	0.004	0.083
CC	0.145	0.004	0.149
C	0.210	0.004	0.214
D	0.276	0.004	0.280

Tabell 18 – Normal Kredittrisikopremie etter skatt (Knivsflå, 2014)

Den neste forutsetningen gjelder investeringsbetaen og illikviditetspremien knyttet til investeringer. Her gjør jeg den forenkende forutsetningen at investeringsbetaen er en, og illikviditetspremien er lik null. Normalisert avkastningskrav til finansielle eiendeler for Havfisk kan dermed estimeres som:

Finansielt eiendelskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Kontantkrav (risikofri rente etter skatt)	1.64%	1.18%	0.83%	0.82%	1.12%
Kontantvekt	0.063	0.210	0.082	0.014	0.092
Fordringskrav	2.64%	2.18%	1.83%	1.82%	2.12%
Fordringsvekt	0.000	0.020	0.045	0.076	0.035
Investeringskrav	5.85%	5.89%	6.19%	6.23%	6.04%
Investeringsvekt	0.937	0.770	0.873	0.910	0.872
<b>Finansielt Eiendelskrav</b>	<b>5.58%</b>	<b>4.83%</b>	<b>5.55%</b>	<b>5.82%</b>	5.44%

Tabell 19 – Finansielt eiendelskrav

Ved å ta differansen av de vektete avkastningskravene for finansiell gjeld og finansielle eiendeler, er det mulig å estimere kravet til netto finansiell gjeld (Tabell 20). Her er det viktig at vektene regnes ut konsistent med hvordan rentabiliteten måles. Jeg regner rentabilitet på basis av gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital i året. Vektene blir derfor regnet ut som:

$$\text{Kapitalvekt} = \text{Inngående kapital} + \left( \frac{\text{endring i kapital} - \text{nettoresultat til kapital}}{2} \right)$$

Dette gjelder for de vektete avkastningskravene for netto finansiell gjeld, netto driftskapital og sysselsatt kapital.

Netto Finansielt Gjeldskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Krav til finansiell gjeld	4.74%	5.58%	3.93%	3.92%	4.54%
FG/NFG	1.693	1.911	1.344	1.282	1.558
Krav til Finansielle Eiendeler	5.58%	4.83%	5.55%	5.82%	5.44%
FE/NFG	0.693	0.911	0.344	0.282	0.558
<b>Krav til Netto Finansiell Gjeld</b>	<b>4.16%</b>	<b>6.27%</b>	<b>3.37%</b>	<b>3.38%</b>	<b>4.29%</b>

Tabell 20 – Netto Finansielt Gjeldskrav

#### 7.4 Krav til netto driftskapital

For å kunne estimere kravet til netto driftskapital må jeg først finne et estimat på netto finansiell gjeldsbeta. Dette kan finnes som et vektet gjennomsnitt av finansiell eiendelsbeta og finansiell gjeldsbeta. Implisitt finansiell gjeldsbeta kan finnes som lang kredittrisikopremie multiplisert med markedsrisikodelen, delt på markedsrisikopremien (Knivsflå, 2014):

$$\beta_{FG} = \frac{mrd \times krp}{mrp}$$

Markedsrisikodelen er den delen av kredittrisikoen som samvarierer med markedet. Denne er svært vanskelig å måle, slik at man må bruke skjønn for å finne et estimat (Knivsflå, 2014). Markedsrisikodelen bør være en del lavere enn forklaringskraften til markedsavkastningen for å forklare egenkapitalavkastningen til virksomheten:

$$R^2 = \frac{\beta^2 \text{var}(r_m)}{\text{var}(r)}$$

Variasjonen i markedsavkastningen forklarer rundt 18% av variasjonen i Havfisk sin avkastning. På bakgrunn av dette vil jeg bruke et estimat for markedsrisikodelen på 0.10. Jeg

vil videre bruke en lang kredittrisikopremie for finansiell gjeld basert på den syntetiske ratingen (Tabell 18).

<b>Finansiell gjeldsbeta:</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Snitt</b>
Lang kredittrisikopremie	3.10%	4.40%	3.10%	3.10%	3.43%
Markedsrisikodelen	0.1	0.1	0.1	0.1	10.00%
Markedsrisikopremien	4.21%	4.71%	5.36%	5.41%	4.92%
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0.074</b>	<b>0.093</b>	<b>0.058</b>	<b>0.057</b>	<b>0.071</b>

Tabell 21 – Finansiell gjeldsbeta

Beta til finansielle eiendeler kan estimeres som det vektete snittet mellom kontantbetaen, fordringsbetaen og investeringsbetaen. Her vil jeg gjøre enkelte forutsetninger som forenkler denne estimeringen. Jeg antar at kontanter er risikofrie, slik at kontantbetaen er lik null. Videre forutsetter jeg at finansielle investeringer er like risikable som markedet. Investeringsbetaen vil dermed være tilnærmet lik en. Fordringsbetaen kan estimeres som en kort kredittrisikopremie multiplisert med markedsrisikodelen, delt på markedsrisikopremien:

$$\beta_{FOR} = \frac{mrd \times krp}{mrp}$$

På bakgrunn av dette kan jeg regne ut finansiell eiendelsbeta for hvert av årene i analyseperioden (Tabell 22).

<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Snitt</b>
Kort kredittrisikopremie	2.70%	4.00%	2.70%	2.70%	3.03%
Markedsrisikodelen	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Markedsrisikopremien	4.21%	4.71%	5.36%	5.41%	4.92%
<b>Fordringsbetaen</b>	<b>0.064</b>	<b>0.085</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.062</b>
Fordringsvekt	0.000	0.020	0.045	0.076	0.035
<b>Investeringsbeta</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Investeringsvekt	0.937	0.770	0.873	0.910	0.872
<b>Kontantbeta</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kontantvekt	0.063	0.210	0.082	0.014	0.092
<b>Finansiell Eiendelsbeta</b>	<b>0.937</b>	<b>0.772</b>	<b>0.875</b>	<b>0.914</b>	<b>0.874</b>

Tabell 22 – Finansiell Eiendelsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta kan finnes som det vektete gjennomsnittet mellom finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta (Tabell 23).

<b>Netto Finansiell Gjeldsbeta:</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Snitt</b>
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0.074</b>	<b>0.093</b>	<b>0.058</b>	<b>0.057</b>	<b>0.071</b>
FG/NFG	1.693	1.911	1.344	1.282	1.558
<b>Finansiell Eiendelsbeta</b>	<b>0.937</b>	<b>0.772</b>	<b>0.875</b>	<b>0.914</b>	<b>0.874</b>
FE/NFG	0.693	0.911	0.344	0.282	0.558
<b>Netto Finansiell Gjeldsbeta</b>	<b>-0.525</b>	<b>-0.525</b>	<b>-0.223</b>	<b>-0.184</b>	<b>-0.378</b>

Tabell 23 – Netto Finansiell Gjeldsbeta

Etter at netto finansiell gjeldsbeta er kjent, kan jeg finne gjennomsnittlig netto driftsbeta over analyseperioden. I følge Modigliani og Miller sin første proposisjon, så vil verdien av et selskap være uavhengig av finansieringen i perfekte kapitalmarkeder (Berk & DeMarzo, 2011). Dersom dette stemmer, så vil også netto driftsbeta være uavhengig av finansieringen. I virkeligheten er det flere effekter som gjør at kapitalmarkedene ikke er perfekte. Blant annet skatt, transaksjonskostnader og krisekostnader er med på å skape imperfekte kapitalmarkeder. Siden Havfisk ikke er i finansiell krise, vil jeg gjøre forenklingen der jeg antar perfekte kapitalmarkeder. På bakgrunn av denne antagelsen vil netto driftsbeta være konstant over analyseperioden. Dette gjør at jeg kan identifisere den implisitte egenkapitalbetaen for hvert av årene i analyseperioden (Tabell 24). Etter Modigliani og Miller sin andre proposisjon, så vil egenkapitalbetaen være avhengig av hvordan virksomheten er finansiert. Økt gjeld eller gearing, gir større risiko for egenkapitalen (Berk & DeMarzo, 2011). Ved å sammenligne den implisitte egenkapitalbetaen med egenkapitalprosenten (Figur 25), så er det et tydelig mønster der egenkapitalbetaen er høy i 2011 når egenkapitalprosenten er lav, og lav i 2012 når egenkapitalprosenten er høy.

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Snitt</b>
<b>Egenkapitalbeta</b>	<b>0.917</b>	<b>0.874</b>	<b>0.717</b>	<b>0.833</b>	<b>0.867</b>
EK/NDK	0.514	0.533	0.481	0.407	0.484
<b>Egenkapitalbeta</b>	<b>0.917</b>	<b>0.874</b>	<b>0.717</b>	<b>0.833</b>	<b>0.867</b>
MI/NDK	0.011	0.008	0.002	0.002	0.006
<b>Netto Finansiell Gjeldsbeta</b>	<b>-0.525</b>	<b>-0.525</b>	<b>-0.223</b>	<b>-0.184</b>	<b>-0.378</b>
NFG/NDK	0.475	0.459	0.516	0.591	0.510
<b>Netto Driftsbeta</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>

Tabell 24 – Netto Driftsbeta



Etter at jeg implisitt har funnet egenkapitalbetaen for hvert år i analyseperioden, kan jeg identifisere egenkapitalkravet og minoritetskravet for hvert av årene (Tabell 25).

<b>Egenkapitalkravet</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Snitt</b>
Risikofri rente etter skatt	1.64%	1.18%	0.83%	0.82%	<b>1.12%</b>
Justert Beta	0.917	0.874	0.717	0.833	<b>0.867</b>
Markedets Risikopremie	4.21%	4.71%	5.36%	5.41%	<b>4.92%</b>
Illikviditetspremie	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	<b>0.50%</b>
<b>Egenkapitalkrav (ekk)</b>	<b>6.00%</b>	<b>5.80%</b>	<b>5.17%</b>	<b>5.82%</b>	<b>5.88%</b>
Ekstra ILP minoritet	3%	3%	3%	3%	<b>3%</b>
<b>Minoritetskravet (mik)</b>	<b>9.00%</b>	<b>8.80%</b>	<b>8.17%</b>	<b>8.82%</b>	<b>8.88%</b>

Tabell 25 – Egenkapitalkrav og Minoritetskrav

Kravet til netto driftskapital er gitt som det vektete gjennomsnittet av egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskravet (Tabell 26).

<b>Netto driftskrav:</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Snitt</b>
<b>Egenkapitalkrav (ekk)</b>	<b>6.00%</b>	<b>5.80%</b>	<b>5.17%</b>	<b>5.82%</b>	<b>5.88%</b>
EK/NDK	0.514	0.533	0.481	0.407	0.484
<b>Minoritetskravet (mik)</b>	<b>9.00%</b>	<b>8.80%</b>	<b>8.17%</b>	<b>8.82%</b>	<b>8.88%</b>
MI/NDK	0.011	0.008	0.002	0.002	0.006
<b>Krav til Netto Finansiell Gjeld</b>	<b>4.16%</b>	<b>6.27%</b>	<b>3.37%</b>	<b>3.38%</b>	<b>4.29%</b>
NFG/NDK	0.475	0.459	0.516	0.591	0.510
<b>Netto Driftskrav</b>	<b>5.16%</b>	<b>6.04%</b>	<b>4.25%</b>	<b>4.39%</b>	<b>5.09%</b>

Tabell 26 – Netto Driftskrav

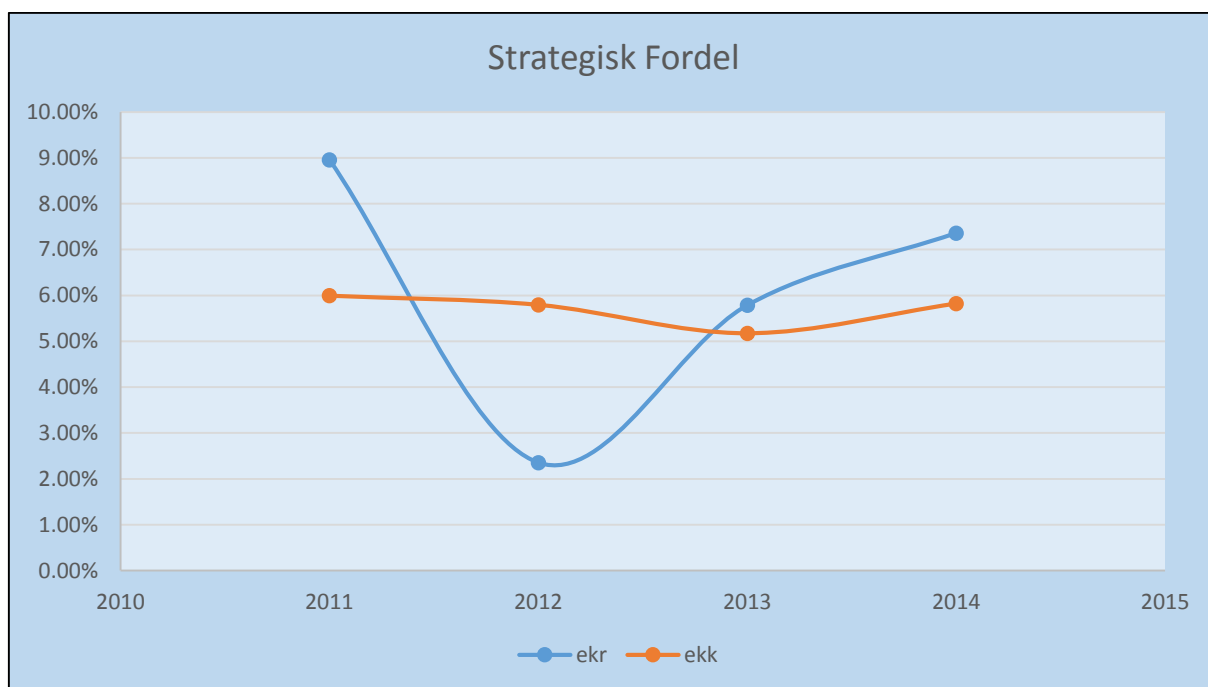
## 8 Strategisk Rentabilitetsanalyse

### 8.1 Strategisk fordel

Målet med den strategiske rentabilitetsanalysen er å se om Havfisk har en strategisk fordel, og eventuelt å finne de underliggende årsakene til denne fordelten. Strategisk fordel for eierne av bedriften kan måles som egenkapitalrentabilitet som overstiger egenkapitalkravet:

$$SF = ekr - ekk$$

Den gjennomsnittlige strategiske fordelten for Havfisk i analyseperioden har vært på 0,42%. Det har derimot vært tendenser til en økt strategisk fordel etter 2012 som var et svært dårlig år for Havfisk (Figur 31).



Figur 31 – Strategisk Fordel for Havfisk

## 8.2 Dekomponering av strategisk fordel

For å finne de underliggende kildene til Havfisk sin strategiske fordel, vil jeg dekomponere den strategiske fordelen i to nivå. Først vil jeg dekomponere i en driftsfordel og en finansieringsfordel. Deretter vil jeg i neste steg dekomponere driftsfordelen i en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel, og dekomponere finansieringsfordelen i en netto finansiell gjeldsfordel og en minoritetsfordel (Knivsflå, 2014).

Strategisk fordel kan dekomponeres i drift og finansiering på følgende måte:

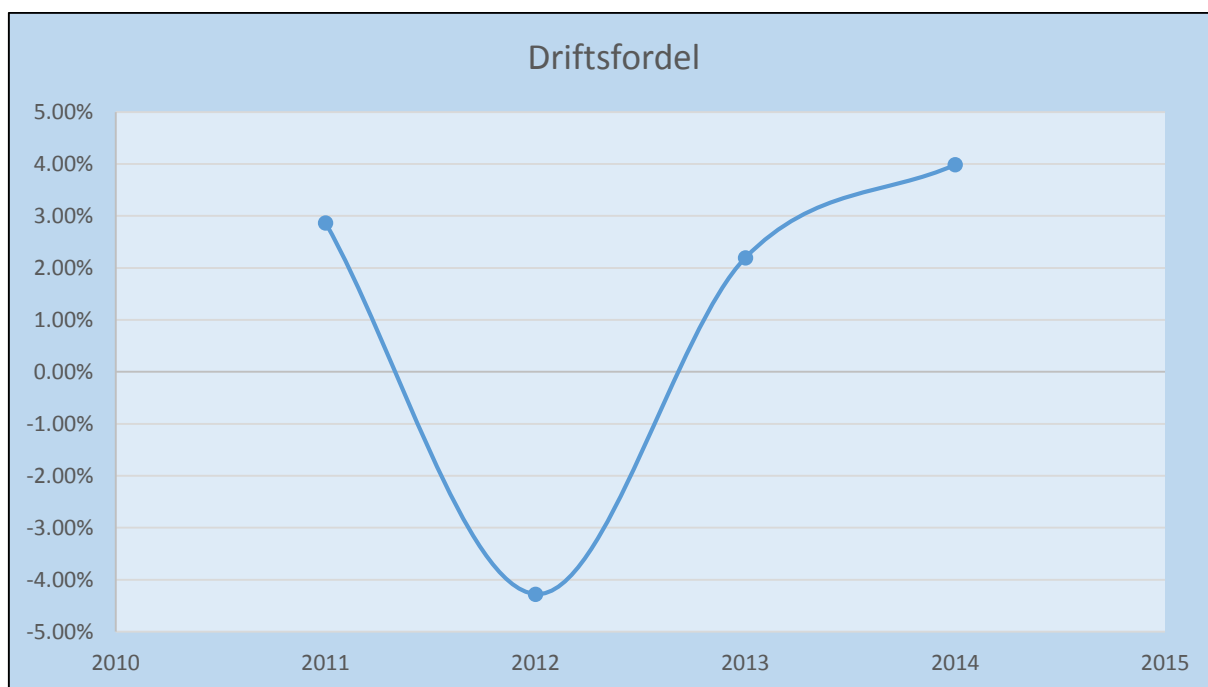
$$SF = (ndr - ndk) \times (1 + nfgg + mig) + (nfgk - nfgr) \times nfgg + (mik - mir) \times mig$$

Her er driftsfordelen og finansieringsfordelen er gitt som:

$$DF = (ndr - ndk) \times (1 + nfgg + mig)$$

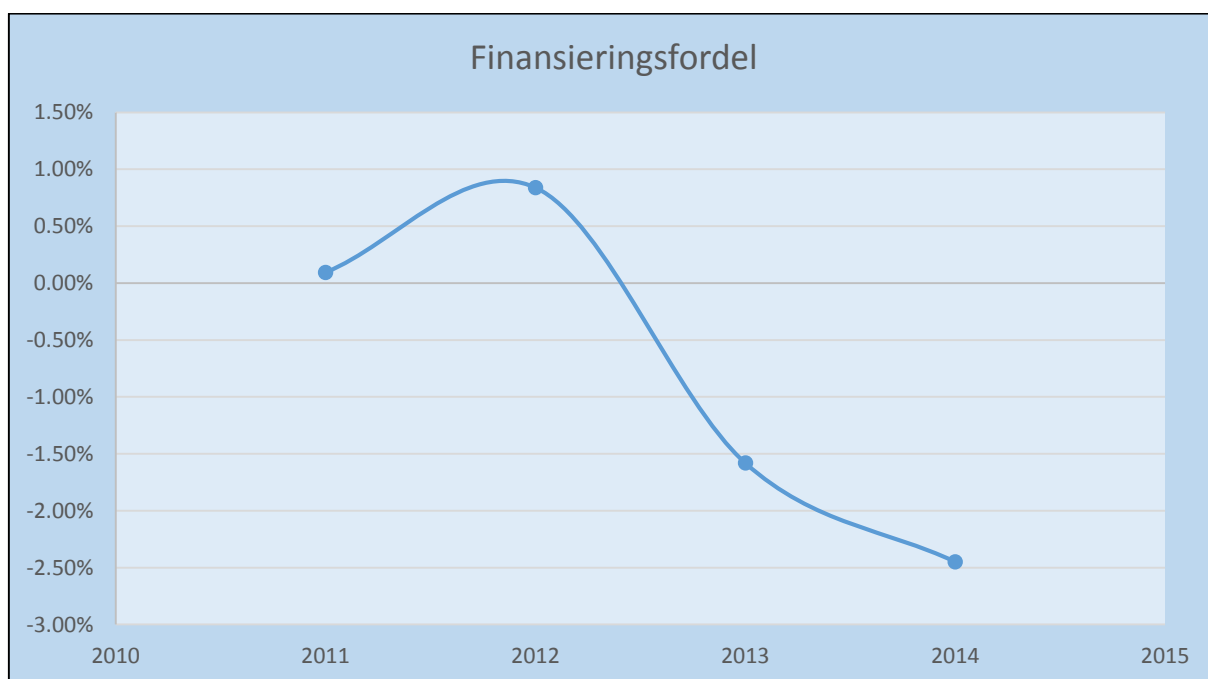
$$FF = (nfgk - nfgr) \times nfgg + (mik - mir) \times mig$$

Havfisk har hatt en positiv driftsfordel i alle årene av analyseperioden, med unntak av 2012. (Figur 32). Gjennomsnittlig driftsfordel i analyseperioden var på 1,19%.



Figur 32 – Driftsfordel for Havfisk

Vanligvis er finansieringsfordelen tilnærmet lik null. Grunnen til dette er at renten på netto finansiell gjeld vil være tilnærmet lik kravet når konkurransen i finansmarkedene er stor. I tillegg er netto finansiell gjeld rapportert til virkelig verdi, slik at normalisert nettorente måler alternativrenten eller kravet (Knivsfå, 2014). For Havfisk sin del har finansieringsfordelen variert i analyseperioden (Figur 33). Finansieringsfordelen gir ingen strategisk innsikt, slik at jeg ikke vil dekomponere denne i en bransje og ressursfordel.



Figur 33 – Finansieringsfordel Havfisk

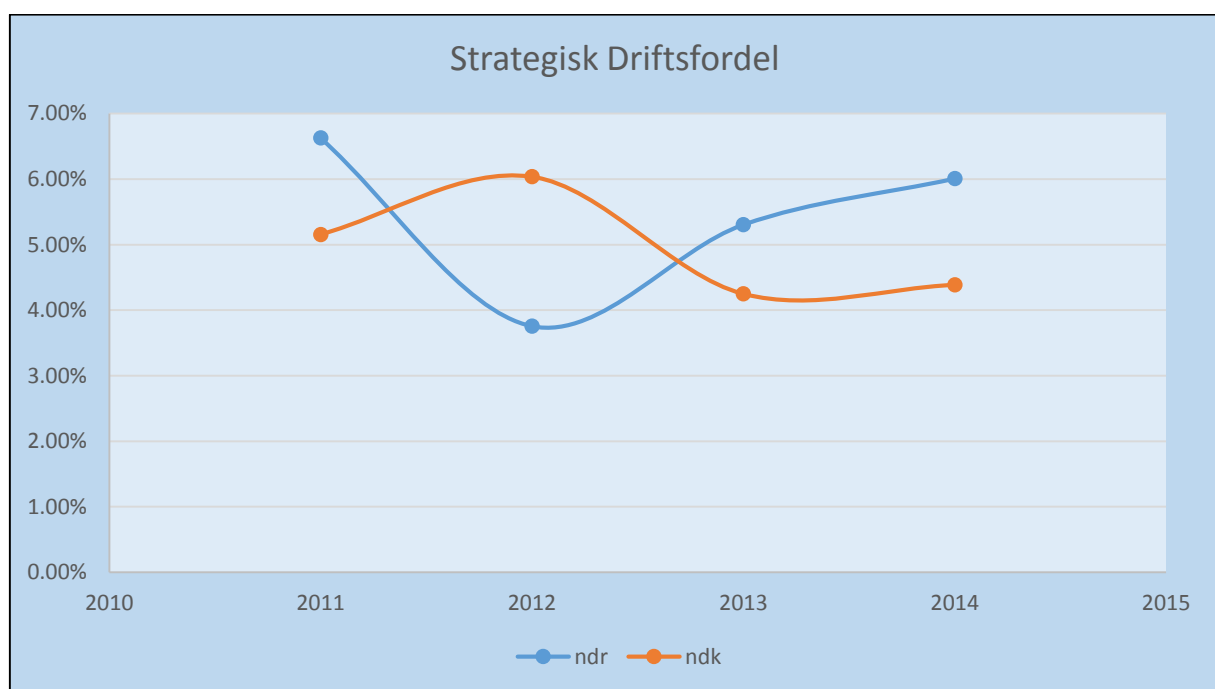
### 8.3 Dekomponering av driftsfordel

Driftsfordelen består av en uskalert strategisk driftsfordel, i tillegg til en gearet strategisk driftsfordel:

$$DF = (ndr - ndk) + (ndr - ndk) \times (nfgg + mig)$$

Hovedfokuset i den strategiske rentabilitetsanalysen vil være på den uskalerte strategiske driftsfordelen, siden denne vil være hovedkilden til den strategiske fordel (Knivsflå, 2014).

Havfisk hadde en svak netto driftsrentabilitet i 2012, men den har bedret seg i det siste (Figur 34). Gjennomsnittlig årlig strategisk driftsfordel for Havfisk har vært 0.47% i analyseperioden. Ved en dekomponering kan jeg finne kildene til denne driftsfordelen.



Figur 34 – Strategisk Driftsfordel for Havfisk

Den uskalerte driftsfordelen kan dekomponeres i en ekstern bransjeorientert strategisk fordel og en intern ressursbasert strategisk fordel:

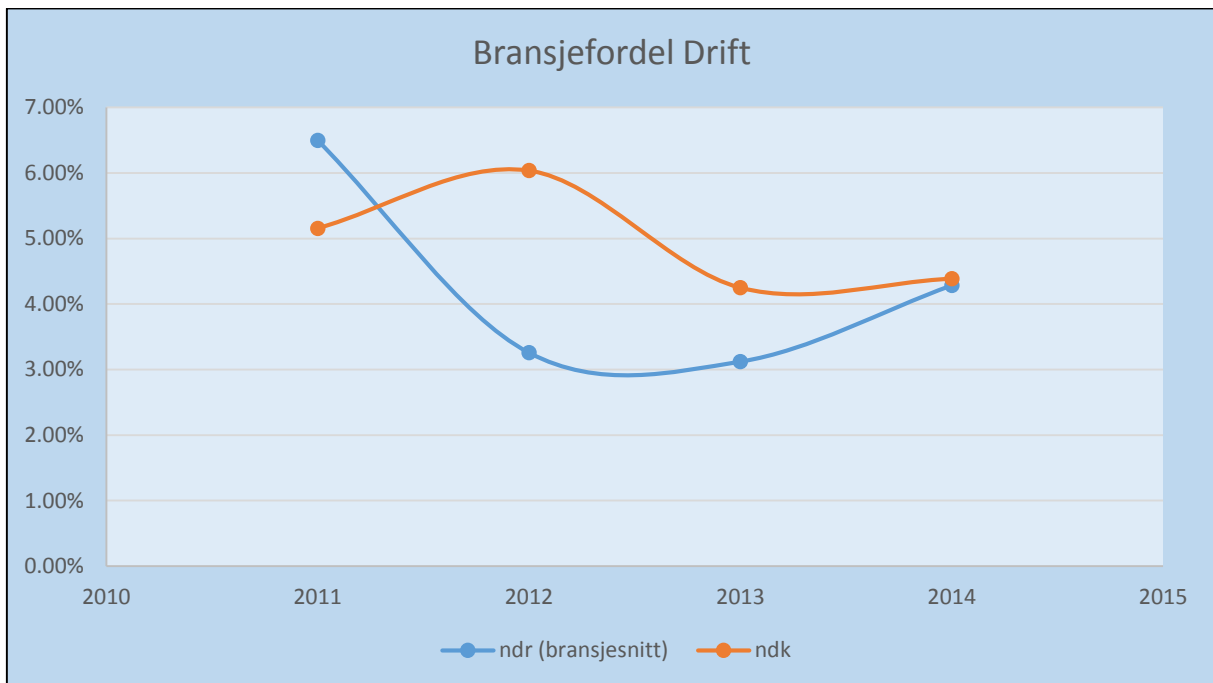
$$ndr - ndk = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

En viktig forutsetning jeg tar er at netto driftskravet er det samme for Havfisk som for bransjen, slik at det siste leddet utgår (Knivsflå, 2014). Det som står igjen er bransjeorientert fordel og ressursbasert fordel i driften:

$$BFD = ndr_B - ndk_B$$

$$RFD = ndr - ndr_B$$

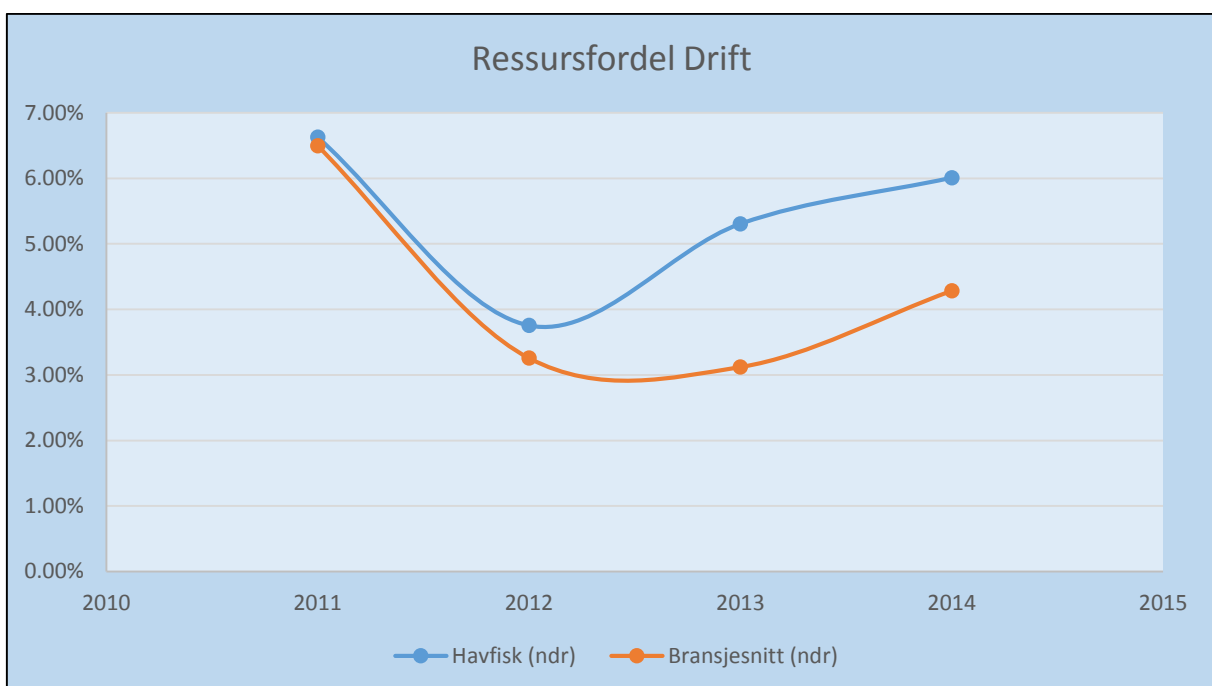
I analyseperioden har Havfisk hatt en bransjeulempe der netto driftsrentabilitet i bransjen stort sett har vært lavere enn kravet (Figur 35). Havfisk har hatt en gjennomsnittlig bransjeulempe på -0,67% i analyseperioden. Dette stemmer overens med konklusjonen fra den bransjeorienterte strategiske analysen i kapittel 4.2, og kan i stor grad forklares av at hvitfiskindustrien har slitt med lønnsomheten i lang tid. Dette gjelder spesielt foredlingsleddet der konkurranseforholdene er svært ugunstige på grunn av høyt lønnsnivå i Norge, og sterk konkurranse fra lavkostland. Det er derimot ventet at lønnsomheten i bransjen vil øke på sikt på grunn av endringer i makroforholdene til bransjen, som teknologisk utvikling og økt middelklasse i fremvoksende økonomier. Jeg venter at dette vil utligne bransjeulempen på sikt.



Figur 35 – Bransjefordel drift for Havfisk

Havfisk har derimot hatt en betydelig ressursfordel i perioden med en gjennomsnittlig årlig ressursfordel på 1,13% (Figur 36). En viktig grunn til dette er hvordan jeg har definert bransjen. Siden bransjesnittet inkluderer virksomheter som driver i det ulønnsomme foredlingssegmentet, vil en viktig ressurs for Havfisk være at det er et rendyrket fangstselskap. I tillegg er Havfisk inne i et flåtefornyingsprogram der de har gjort store investeringer for å øke lønnsomheten i driften. Investeringer i nye skip med større fangstvolum og lavere drivstofforbruk, samt ombygging av gamle skip til kombitrålere har vært med på å øke fleksibiliteten og effektiviteten i fisket. Dette har bidratt til en økt netto

driftsrentabilitet hos Havfisk. Jeg har derimot konkludert med at den fulle effekten av flåtefornyingsprogrammet ikke reflekteres fullt ut i de hittil offentliggjorte regnskapstallene, og at lønnsomheten er ventet å øke i årene som kommer. Dette skyldes at de nye fartøyene først har kommet i drift fra og med slutten av 2013 (Havfisk, 2013). Fra SVIMA-testen i den strategiske analysen kom jeg frem til at begge disse ressursene bare er midlertidige fortrinn. På bakgrunn av dette vil jeg derfor vente at ressursfordelen i drift vil reduseres i fremtiden ved at netto driftsrentabilitet vil øke i bransjen. Størrelsen til Havfisk kan derimot bidra til at en liten del av fordelene knyttet til fartøyene blir varig, ved at Havfisk har bedre forutsetninger for å gjøre nye investeringer enn bransjen.



Figur 36 – Ressursfordel drift for Havfisk

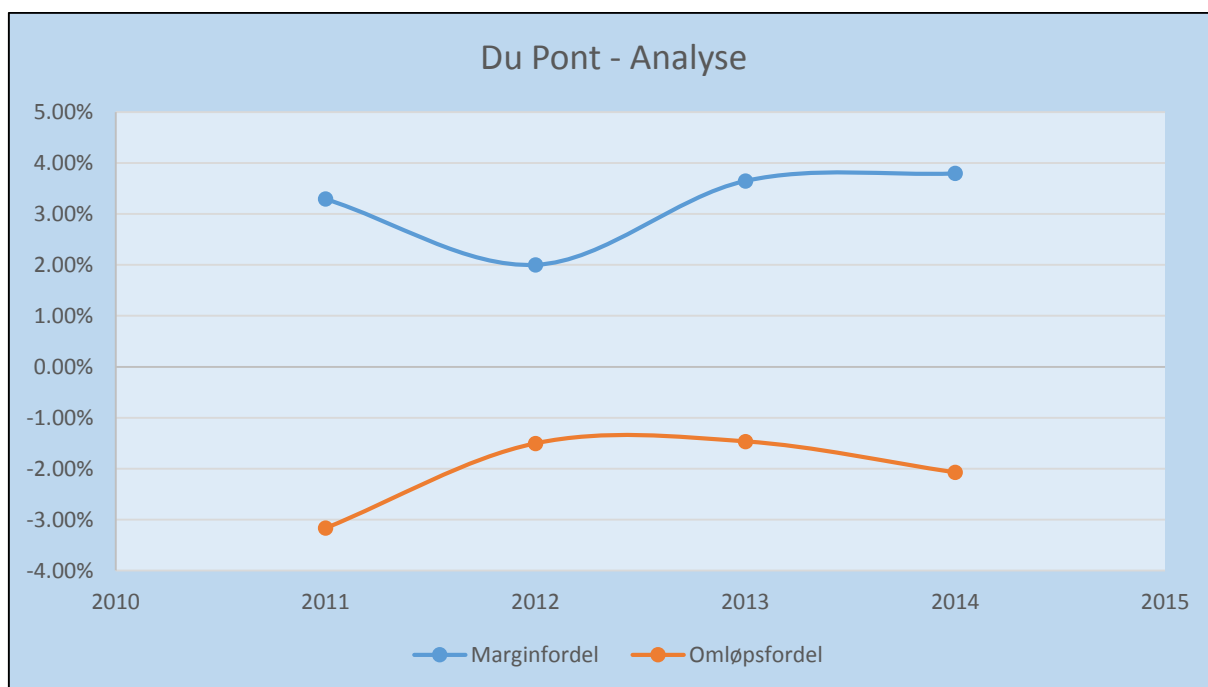
En strategisk Du Pont-analyse kan gi større innsikt i ressursfordelen fra drift, ved at fordelene dekomponeres i en marginfordel (MF) og en omløpsfordel (OF):

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) \times onde + ndm_B \times (onde - onde_B)$$

Netto driftsmargin (ndm) måler evnen bedriften har til å skape driftsresultat ut av hver krone i driftsinntekt. Marginfordelen er dermed et mål på lønnsomhet. Omløpet til netto driftseiendeler (onde) måler evnen til å skape driftsinntekt per krone investert i drift, slik at omløpsfordelen er et effektivitetsmål:

$$MF = (ndm - ndm_B) \times onde$$

$$OF = ndm_B \times (onde - onde_B)$$



Figur 37 – Du Pont –Analyse av ressursfordelen

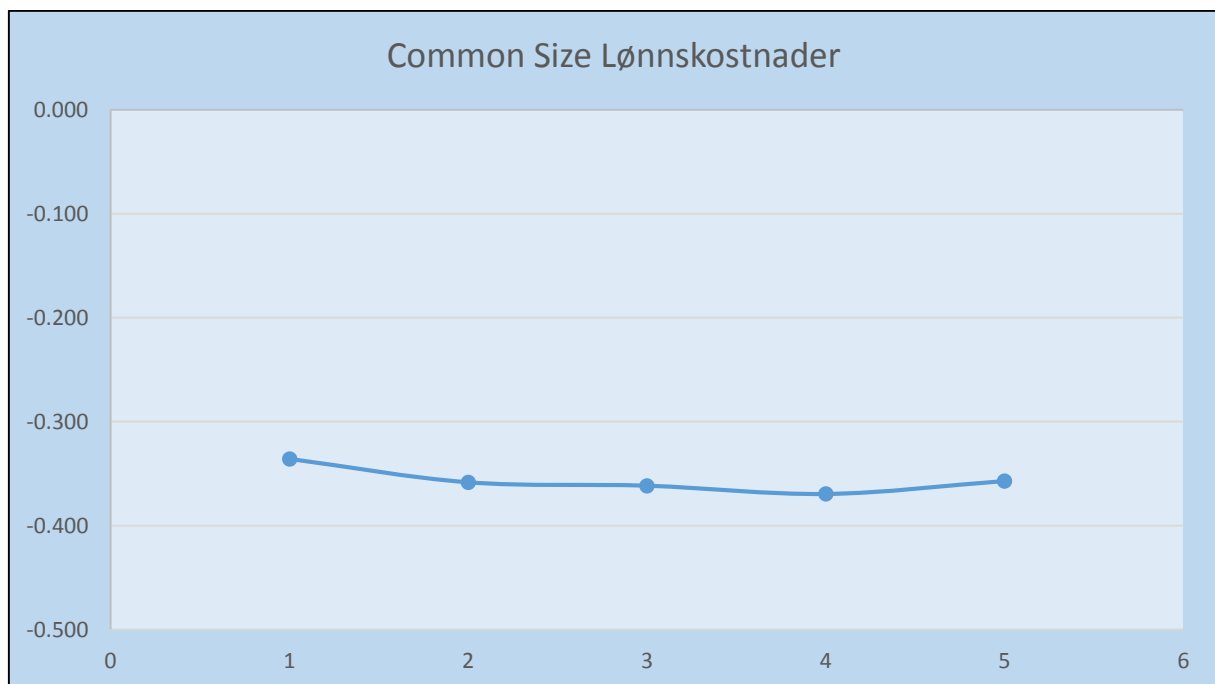
Havfisk har hatt en positiv marginfordel i hele analyseperioden (Figur 37). Dette betyr at virksomheten har en lavere driftskostnad per krone i driftsinntekt enn bransjen. En slik marginfordel kan skapes på bakgrunn av ressurser som gir kostnadsfordeler i driften. En analyse av Common Size resultat som i tabell 27, kan gi videre innsikt i hvorfor Havfisk har en marginfordel (Penman, 2013).

Common Size Resultat	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt	Bransje
<b>Driftsinntekter (DI)</b>	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Varekostnad og beholdningsendringer	-0.115	-0.079	-0.085	-0.068	-0.064	-0.082	-0.492
Lønnskostnader	-0.336	-0.358	-0.362	-0.370	-0.357	-0.357	-0.191
Andre driftskostnader	-0.324	-0.295	-0.318	-0.290	-0.292	-0.304	-0.202
Avskrivninger og amortiseringer	-0.114	-0.090	-0.142	-0.135	-0.130	-0.122	-0.059
<b>Driftsresultat egen virksomhet (DR)</b>	<b>0.110</b>	<b>0.177</b>	<b>0.093</b>	<b>0.137</b>	<b>0.156</b>	<b>0.135</b>	<b>0.056</b>
Driftsrelatert skattekostnad (DSK)	-0.028	-0.046	-0.024	-0.035	-0.043	-0.035	-0.015
<b>NDR fra egen virksomhet</b>	<b>0.082</b>	<b>0.132</b>	<b>0.069</b>	<b>0.102</b>	<b>0.113</b>	<b>0.100</b>	<b>0.041</b>
NR fra driftstilknyttede virksomheter	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>Netto driftsresultat (NDR)</b>	<b>0.082</b>	<b>0.132</b>	<b>0.069</b>	<b>0.102</b>	<b>0.113</b>	<b>0.100</b>	<b>0.041</b>

Tabell 27 – Common Size Resultat

Den viktigste komponenten til marginfordelen er at Havfisk har en mye lavere varekostnad enn bransjegenomsnittet. Ellers har Havfisk både en lønnskostnadsulempe og en avskrivingsulempe, i tillegg til at andre driftskostnader er høyere enn for bransjen. Dette

stemmer godt overens med ressursene jeg har trukket frem i den strategiske analysen. Det at Havfisk ikke opererer i foredlingssegmentet er en viktig faktor. For virksomheter som opererer i foredlingssegmentet vil varekostnaden bestå av kostnaden knyttet til innkjøp av råvaren, i tillegg til lagerkostnader, direkte lønnskostnader og endringen i lagerbeholdningen. For Havfisk som kun driver med fangst vil det ikke være noen kostnader knyttet til innkjøp av råvarer, slik at varekostnadene vil være svært lave. En annen ressurs som kan bidra til marginfordelen til Havfisk er oppgraderingen av flåten. Økt effektivitet og fleksibilitet i fisket burde gi en produksjonskostnadsfordel og en lønnskostnadsfordel, mens de økte investeringene burde føre til en avskrivingsulempe. Havfisk har en klar produksjonskostnadsfordel og en avskrivingsulempe, men lønnskostnadene er høyere enn for bransjesnittet relativt til driftsinntektene. En viktig forklaring på dette kan være at lønnskostnadene til mannskapene på Havfisk sine trålere i stor grad er variable, der lønnen er avhengig av fangstverdien (Aker Seafoods, 2012). Dette underbygges av at lønnskostnadene er svært stabile i forhold til driftsinntektene (Figur 38). I tillegg har jeg konkludert med at den fulle effekten av flåtefornyingsprogrammet ikke fullt ut reflekteres i de offentliggjorte regnskapstallene. Jeg vil derfor vente at driftskostnadene til Havfisk reduseres ytterligere i fremtiden, slik at de oppnår en bedre netto driftsmargin.



Figur 38 – Prosentvis lønnskostnader relativt til driftsinntekter



Havfisk har derimot en omløpsulempe (Figur 37). Dette tyder på at evnen til å skape driftsinntekt per krone investert er lavere enn hos den komparative bransjen. For å finne de underliggende årsakene til omløpsulempen, kan omløpsfordelen dekomponeres i en ARPU-fordel og en effektivitetsfordel (Knivsflå, 2014). ARPU står for gjennomsnittlig inntekt per enhet. For Havfisk sin del kunne dette være driftsinntekt per kilo fisk solgt. Jeg har derimot ikke tilgang til slik detaljert informasjon for bransjesnittet, slik at jeg ikke kan dekomponere omløpsfordelen i en analyse per enhet. Fra den strategiske analysen i kapittel 4 har jeg derimot argumentert for at forskjellen mellom kvaliteten på fisken fra trålfiske og linefiske kan føre til at Havfisk har en lavere gjennomsnittlig pris per kilo fisk enn bransjesnittet. Basert på den kvalitative analysen vil jeg derfor anta at Havfisk har en ARPU-ulempe. Det vil si at gjennomsnittlig inntekt per enhet (ARPU) er lavere for Havfisk enn for bransjen. Effektivitetsfordelen går ut på hvor effektiv kapitalbruk virksomheten har. I den strategiske analysen har jeg kommet frem til at flåtefornyingsprogrammet til Havfisk burde føre til at de har en effektivitetsfordel. Den fulle effekten av flåtefornyingsprogrammet vil derimot først vise seg i de kommende årene, slik at effekten ikke gjenspeiles i de hittil offentliggjorte regnskapstallene.

Siden bransjesnittet oppgir driftsinntektene fordelt på ulike driftssegmenter, kan jeg splitte omløpet til netto driftskapital i underomløp for å få ytterligere innsikt i omløpsulempen. De har derimot ikke oppgitt netto driftskapital per segment, slik at jeg vil regne omløpet som driftsinntekt per segment delt på total netto driftskapital. Her kommer det frem at Havfisk, som kun driver med fangst, har større omløp til netto driftseiendeler enn fangstsegmentet i bransjesnittet (Tabell 28).

Onde per segment	Fangst	Hvitfisk	Pelagisk	Salg/Admin	Sum Bransjesnitt	Havfisk
2013	0.339	0.320	0.219	0.120	0.998	0.521
2012	0.318	0.260	0.353	0.079	1.010	0.544
2011	0.291	0.207	0.386	0.096	0.981	0.503

Tabell 28 – Omløp til netto driftseiendeler per segment

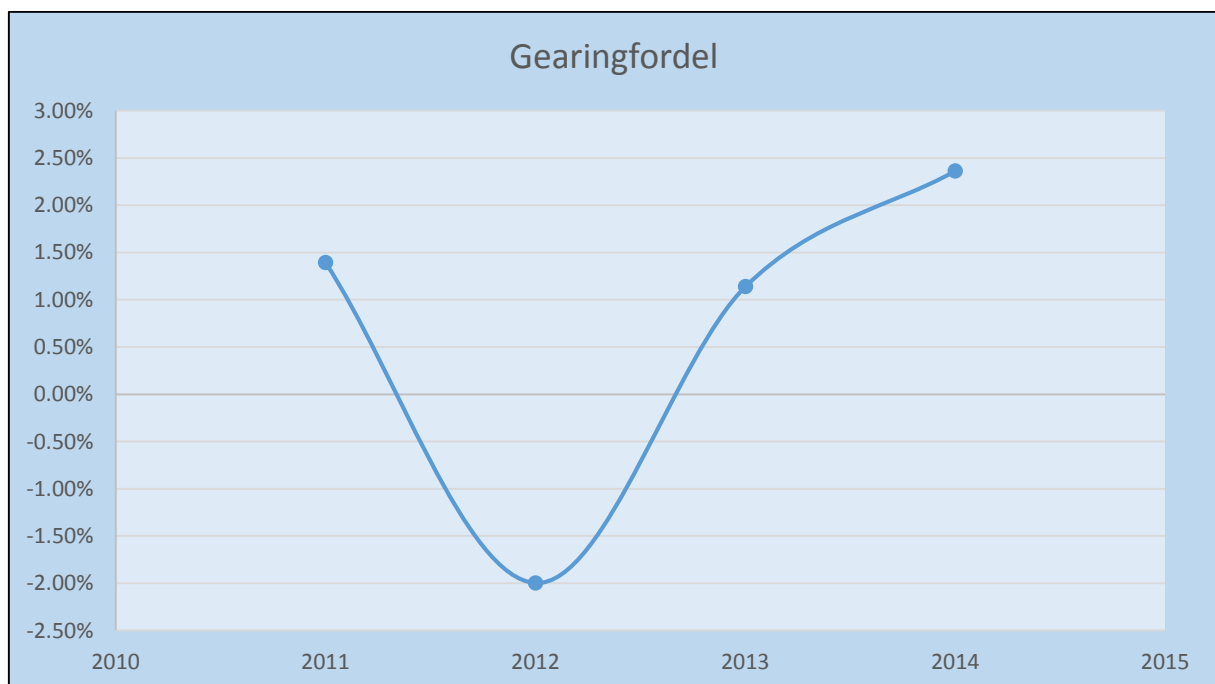
Dette tyder på at det meste av omløpsulempen kan tilskrives at Havfisk er et rendyrket fangstselskap. Ved å sammenligne Havfisk med fangstsegmentet i bransjesnittet, så har Havfisk en omløpsfordel isolert sett. Basert på den kvalitative analysen i kapittel 4 og

dekomponeringen av onde per segment, vil jeg konkludere med at Havfisk isolert sett har en omløpsfordel innenfor fangstsegmentet. Dette skyldes hovedsakelig en effektivitetsfordel som følge av en mer effektiv flåte, og at de benytter trål i fisket. Ved å inkludere hele hvitfiskindustrien som bransjesnitt, vil Havfisk derimot ha en omløpsulempe. Dette kan forklares av at Havfisk er et rendyrket fangstselskap, og at behovet for investeringer er lavere i foredling- og eksportsegmentet enn i fangstsegmentet. Driftsinntektene i denne delen av bransjen vil derfor være høyere relativt til innskutt kapital enn for virksomheter i fangstleddet.

Gearingfordelen i drift kommer som en følge av finansiell gearing av den strategiske driftsfordelen:

$$GFD = (ndr - ndk) \times (nfgg + mig)$$

Gearingfordelen er derfor positiv når den strategiske driftsfordelen er positiv (Figur 39). Effekten av gearing øker i takt med netto finansiell gjeldsgrad. For virksomheter med lønnsom drift, kan avkastningen geares ved å øke netto finansiell gjeldsgrad. Økt gjeldsgrad vil derimot etter Modigliani og Miller sin andre proposisjon også øke risikoen, slik at netto driftskravet stiger. På grunn av dette vil nåverdien av fremtidig driftsfordel være uavhengig av gearingen i perfekte kapitalmarkeder (Berk & DeMarzo, 2011).



Figur 39 – Gearingfordel Drift

## 8.4 Dekomponering av finansieringsfordelen

For å se nærmere på kildene til finansieringsfordelen, kan den dekomponeres i en finansieringsfordel for netto finansiell gjeld (FFNFG) og en finansieringsfordel for minoritetsinteresser (FFMI):

$$FFNFG = (nfgk - nfggr) \times nfgg$$

$$FFMI = (mik - mir) \times mig$$

Finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld kan igjen dekomponeres i en finansieringsfordel for finansiell gjeld (FFFG), og en finansieringsfordel for finansielle eiendeler (FFFE):

$$FFFG = (fgk - fgr) \times fgg$$

$$FFFE = (fer - fek) \times feg$$

Finansieringsfordelen for finansiell gjeld (FFFG) viser at det er en fordel for eierne av virksomheten å benytte finansiell gjeld dersom kravet er større enn lånerenten (Knivsfå, 2014). Havfisk hadde et krav større enn renten i 2011 og 2012, men lavere i 2013 og trailingåret (Tabell 29).

Finansieringsfordel FG	2011	2012	2013	2014
fgk	4.74%	5.58%	3.93%	3.92%
fgr	2.93%	3.52%	4.30%	4.58%
fgg	1.566	1.647	1.442	1.861
<b>FFFG</b>	<b>2.84%</b>	<b>3.39%</b>	<b>-0.54%</b>	<b>-1.24%</b>

Tabell 29 - Finansieringsfordel for finansiell gjeld

Havfisk har en finansieringsfordel for finansielle eiendeler dersom den finansielle eiendelsrentabiliteten er høyere enn kravet (Tabell 30). Havfisk har gjennomgående hatt dårligere finansiell eiendelsrentabilitet enn kravet, slik at de har en finansieringsulempe for finansielle eiendeler.

Finansieringsfordel FE	2011	2012	2013	2014
fer	1.53%	1.57%	2.98%	3.13%
fek	5.58%	4.83%	5.55%	5.82%
feg	0.641	0.785	0.369	0.409
<b>FFFE</b>	<b>-2.60%</b>	<b>-2.56%</b>	<b>-0.95%</b>	<b>-1.10%</b>

Tabell 30 – Finansieringsfordel for finansielle eiendeler

Finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld er lik summen av FFFG og FFFE (Tabell 31).

<b>Finansieringsfordel NFG</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
nfgk	4.16%	6.27%	3.37%	3.38%
nfgr	3.89%	5.29%	4.75%	5.00%
nfgg	0.925	0.862	1.073	1.452
<b>FFNFG</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.84%</b>	<b>-1.48%</b>	<b>-2.34%</b>

Tabell 31 – Finansieringsfordel for netto finansiell gjeld

Når netto finansiell gjeldsfinansiering er dyrt, er det en fordel å redusere bruken av finansiell gjeld. Havfisk har derimot økt bruken av finansiell gjeld, slik at de har fått en økt finansieringsulempe for netto finansiell gjeld.

Majoritetseierne vil ha en fordel knyttet til minoritetsinteressene dersom minoritetskravet er større enn rentabiliteten (Tabell 32). Minoritetsgraden i Havfisk er så liten at denne fordelene ikke vil ha noen nevneverdig effekt.

<b>Finansieringsfordel MI</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
mik	9.00%	8.80%	8.17%	8.82%
mir	16%	9%	29%	33%
mig	0.0210	0.0152	0.0049	0.0044
<b>FFMI</b>	<b>-0.15%</b>	<b>0.00%</b>	<b>-0.10%</b>	<b>-0.11%</b>

Tabell 32 – Finansieringsfordel for minoritetsinteressene

Tabell 33 viser den fullstendige dekomponeringen av Havfisk sin finansieringsfordel i de ulike kildene.

<b>Finansieringsfordelen</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Snitt</b>
FFFG	2.84%	3.39%	-0.54%	-1.24%	1.11%
FFFE	-2.60%	-2.56%	-0.95%	-1.10%	-1.80%
<b>FFNFG</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.84%</b>	<b>-1.48%</b>	<b>-2.34%</b>	<b>-0.69%</b>
<b>FFMI</b>	<b>-0.15%</b>	<b>0.00%</b>	<b>-0.10%</b>	<b>-0.11%</b>	<b>-0.09%</b>
<b>FF</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.84%</b>	<b>-1.58%</b>	<b>-2.45%</b>	<b>-0.77%</b>

Tabell 33 – Dekomponering av finansieringsfordelen

## 8.5 Oppsummering av strategisk rentabilitetsanalyse

I analyseperioden har Havfisk hatt en gjennomsnittlig strategisk fordel som er tilnærmet lik null. Dette skyldes i all hovedsak en dårlig lønnsomhet i 2012. Siden 2012 har det vært en tendens til økt strategisk fordel. Hovedkilden til den strategiske fordelene er driftsfordelen. Driftsfordelen til Havfisk består av en bransjeulempe, og en desto større ressursfordel. Dette stemmer overens med konklusjonene fra den strategiske analysen i kapittel 4.4. Det er ventet at Havfisk sin netto driftsrentabilitet økes på kort sikt, siden effekten av flåtefornyingsprogrammet ikke fullt ut reflekteres av de offentliggjorte regnskapstallene. På lang sikt venter jeg derimot at ressursfordelen utlignes, siden ressursene som danner grunnlaget for fordelene bare er midlertidige fortrinn. Det er også ventet at bransjeulempen reduseres på sikt, på grunn av endringer i makroforholdene i bransjen.

Strategisk fordel vil være summen av ressursfordelen i drift, bransjefordelen i drift, gearingfordelen i drift og finansieringsfordelen (Tabell 34).

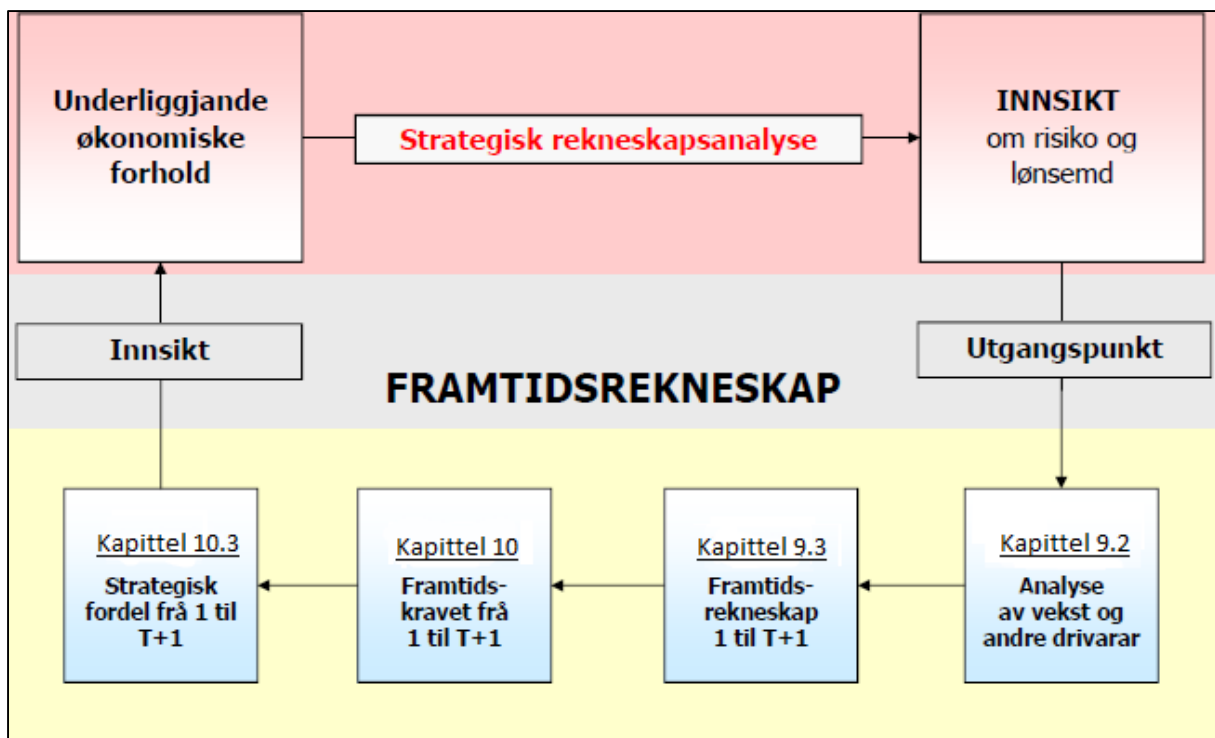
Dekomponering av SF	2011	2012	2013	2014	Snitt
Bransjefordel	1.34%	-2.78%	-1.13%	-0.10%	-0.67%
Ressursfordel	0.13%	0.50%	2.18%	1.72%	1.13%
Strategisk Driftsfordel	<b>1.47%</b>	<b>-2.28%</b>	<b>1.06%</b>	<b>1.62%</b>	<b>0.47%</b>
Gearingfordel	1.39%	-2.00%	1.14%	2.36%	0.72%
Driftsfordel	<b>2.87%</b>	<b>-4.28%</b>	<b>2.20%</b>	<b>3.99%</b>	<b>1.19%</b>
Finansieringsfordel	0.09%	0.84%	-1.58%	-2.45%	-0.77%
Strategisk Fordel	<b>2.96%</b>	<b>-3.44%</b>	<b>0.61%</b>	<b>1.54%</b>	<b>0.42%</b>

Tabell 34 – Dekomponering av Strategisk Fordel

## 9 Fremtidsbudsjettering

### 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet bygger på innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen, og danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Jeg vil starte med å analysere driftsinntektsveksten og de andre budsjettdriverne i kapittel 9.2. Deretter vil jeg utarbeide fremtidsregnskapet i kapittel 9.3. I kapittel 10.1 og 10.2 vil jeg finne fremtidskrav i budsjettperioden. Til slutt vil jeg analysere den strategiske fordelene over budsjettperioden i kapittel 10.3 (Figur 40).

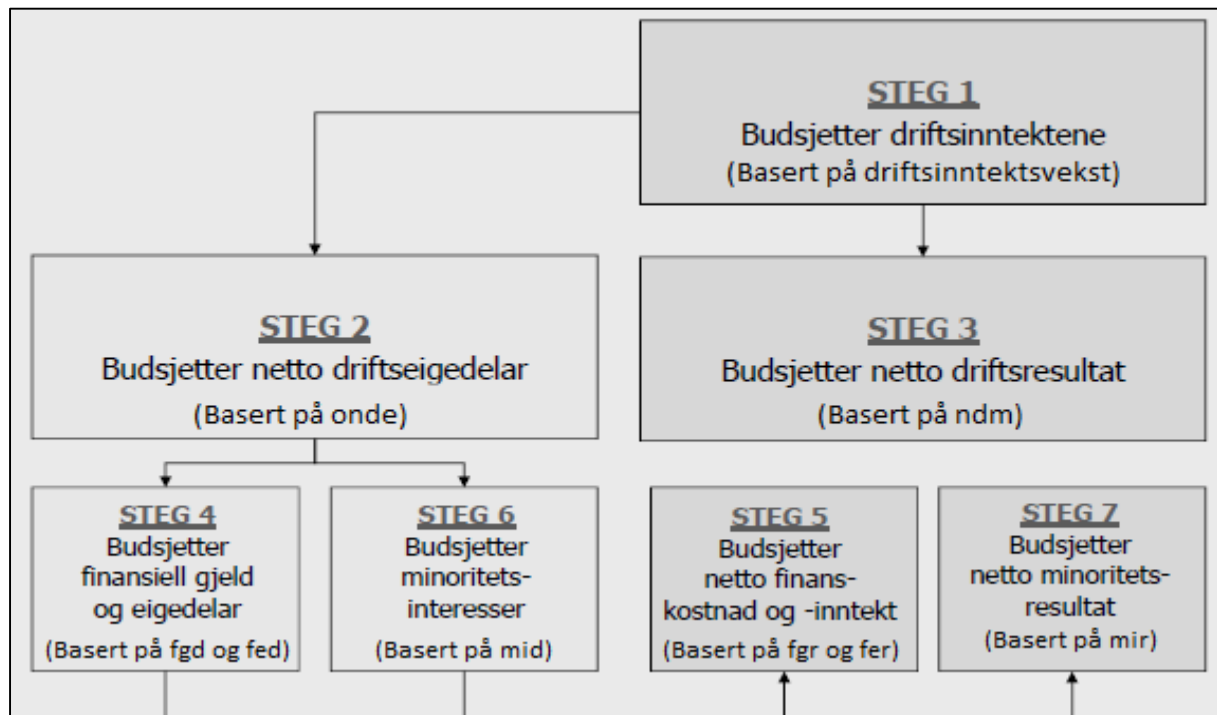


Figur 40 – Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap

Et praktisk forhold som bør avklares før jeg begynner på selve utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er valg av budsjettthorison. Budsjettthorisonen T er det året der jeg går fra fullstendig budsjettering av regnskapet, til å anta at virksomheten havner i steady state med konstant vekst. Det er to forhold som er viktige når budsjettthorisonen skal settes (Knivsflå, 2014). Det ene er hvor lang tid det er til at antagelsen om konstant vekst er rimelig for virksomheten. Det andre forholdet gjelder kvaliteten på regnskapsføringen. Havfisk er en moden virksomhet i en bransje med forholdsvis stabil vekst. Variasjon i fiskeprisene kan derimot føre til at veksten hos Havfisk varierer betraktelig. Dette indikerer at jeg bør bruke en relativt lang budsjettperiode. I kapittel 5.4 konkluderte jeg med at kvaliteten på regnskapsføringen er god, noe som indikerer en kort budsjettthorison. Jeg vil bruke en moderat budsjettthorison på 10 år, slik at budsjettperioden er fra 2015 til 2024. Jeg antar dermed at Havfisk er i steady state med konstant vekst etter 2024.

Et annet forhold er valg av detaljeringsnivå. Det er knyttet stor usikkerhet til utviklingen av de individuelle postene i fremtidsregnskapet, slik at detaljert budsjettering post for post er svært vanskelig. Dette gjelder spesielt dersom budsjettthorisonen er lang. På grunn av denne usikkerheten kan det være mer hensiktsmessig å fokusere på de viktigste verdidriverne på et

aggregert nivå (Penman, 2013). Jeg vil utarbeide et fokusert fremtidsbudsjett i sju steg, basert på ni budsjett drivere (Figur 41).



Figur 41 – Rammeverk for budsjettering (Knivsfå, 2014)

I regnskapsanalysen forutsatte jeg at alle kontantstrømmene skjedde i midten av året, slik at rentabilitet ble regnet ut på basis av gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital i løpet av året. I fremtidsbudsjettet vil jeg derimot forutsette at kontantstrømmene skjer i slutten av året. Rentabilitet blir derfor regnet på inngående kapital (Knivsfå, 2014).

Jeg vil ikke ta hensyn til usikkerhet ved å utarbeide budsjett for ulike scenarier. Jeg vil utarbeide ett fremtidsbudsjett som skal vise forventet utvikling, og heller bruke sensitivitetsanalyse på viktige budsjett drivere for å se på usikkerheten. Grunnen til dette er at fundamentale verdsettelsesmodeller bruker forventet fremtidig utbytte, forventet fremtidig kontantstrøm og forventet fremtidig superprofitt for å komme frem til en forventet verdi av selskapet (Knivsfå, 2014).

I praksis er fremtidsbudsjetter ofte for positive. Dette skyldes ofte at analysene heller viser potensialet til virksomheten enn forventet utvikling, slik at verdiestimatet blir et kursmål for aksjen i stedet for forventet verdi (Knivsfå, 2014). Jeg vil derfor ha en nøktern fremtidsbudsjettering. Et annet problem er at det ofte blir lagt for liten vekt på konkursscenariet ved budsjettering av forventet verdi. Jeg vil løse dette ved å budsjettere

forventet verdi under forutsetningen om fortsatt drift, og heller ta hånd om konkursscenarioet separat. I kapittel 11 vil jeg derfor gjøre en justering av verdiestimatet for å ta høyde for konkurrisikoen.

## 9.2 Analyse av vekst og andre budsjett drivere

### 9.2.1 Analyse av driftsinntektsvekst

På kort sikt vil veksten til Havfisk være avhengig av generell bransjevekst og interne ressurser til vekst. Med andre ord er veksten avhengig av bedriftens strategiske fordel. Jeg vil derfor bruke innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen til å fremskrive Havfisk sin strategiske fordel for å finne vekst på kort sikt. På lang sikt derimot kan ingen virksomheter vokse raskere enn den samlede økonomien. Veksten kan derfor ikke være høyere enn ventet realvekst i økonomien pluss forventet inflasjon. Pengepolitikken i Norge er innrettet mot at konsumprisene over tid skal vokse med 2,5% (Norges Bank, 2014a). Realveksten i verdensøkonomien har i gjennomsnitt lagt på rundt 3,5% siden 1980 (Knivsflå, 2014). Vekst på lang sikt kan derfor ikke være høyere enn 6%. Dersom man tror at fremtiden fører til en ny økonomi der mulighetene for vekst er større, kan dette justeres opp noe. Jeg mener derimot at 6% gir et fornuftig tak for lovlig langsiktig vekst for Havfisk.

Når jeg skal fremskrive budsjettdriverne, vil jeg bruke innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen som utgangspunkt. Empiri viser at netto driftsrentabilitet, driftsinntektsvekst og omløp til netto driftseiendeler alle har klare tendenser til mean reversion (Nissim & Penman, 2001). Det vil si at verdiene er tilbakevendende til gjennomsnittet på sikt. Jeg vil ta høyde for dette når jeg skal fremskrive de ni budsjettdriverne.

Den viktigste budsjettdriveren er driftsinntektsveksten. Havfisk har hatt en svært variabel driftsinntektsvekst i analyseperioden (Figur 42). Gjennomsnittlig driftsinntektsvekst i analyseperioden var på 4,45% for Havfisk. Dette er høyere enn for bransjen som hadde 3,46%. Havfisk hadde i samme periode en gjennomsnittlig egenkapitalvekst på 5,5%. Driftsinntektene til Havfisk er i stor grad avhengig av prisene og kvotesituasjonen på fisken, noe som kan føre til store variasjoner fra år til år. I 2012 og 2013 var det samlede pris- og kvotenivået på fisken lavt, noe som har bidratt til den dårlige veksten i driftsinntekter i disse årene. I 2014 var det en sterk økning i prisene, noe som har ført til en økt driftsinntektsvekst. Det er forventet en liten reduksjon i kvotene i 2015 i forhold til 2014 (Figur 7), men prisene

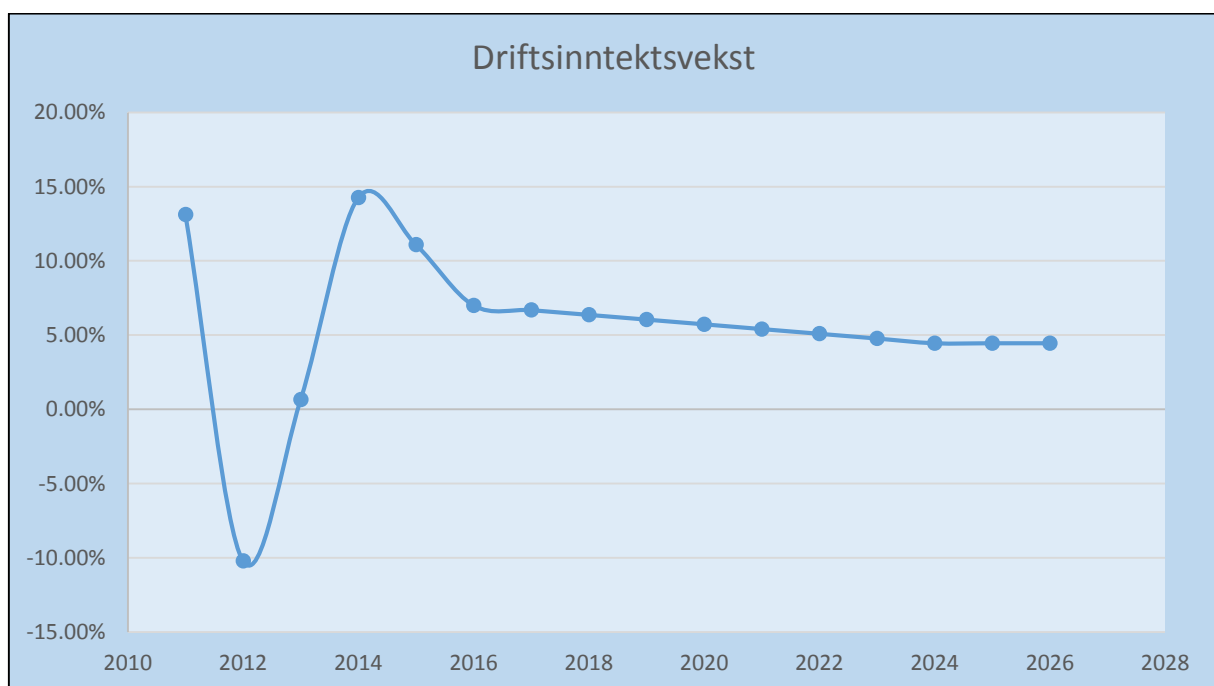


på fisken har derimot en økende trend (Figur 8). Jeg vil derfor forvente at driftsinntektene i 2015 vil ha en fortsatt økning i forhold til 2014. Det vil være variasjoner i kvotesituasjonen fra år til år, men siden de mest kommersielle ressursene fra havet antas å være fullt utnyttet for en bærekraftig utvikling (Figur 3), vil jeg anta at Havfisk sine kvoter vil ligge forholdsvis stabilt rundt samme nivå som for 2013. Det vil sannsynligvis være større variasjoner i prisene, men det er vanskelig å forutse hvordan disse vil utvikle seg i fremtiden.

Driftsinntektsveksten i det første året av budsjettperioden estimeres indirekte gjennom å fremskrive omløpet til netto driftseiendeler (Knivsflå, 2014):

$$div_1 = \left( \frac{onde_1 \times NDE_0 - DI_0}{DI_0} \right)$$

Basert på dette får jeg en driftsinntektsvekst i 2015 på 11,09%. Jeg mener derimot at en så høy vekst ikke kan vedvare, og antar at veksten reduseres til 7% i 2016. På lang sikt tror jeg at konkurransekraftene vil presse veksten ned mot gjennomsnittlig driftsinntektsvekst for Havfisk i analyseperioden på 4,45% (Nissim & Penman, 2001). I utgangspunktet skulle man tro at konkurransekraftene ville presse veksten ned mot gjennomsnittet for bransjen. Jeg har derimot konkludert med at bransjen vil ta igjen Havfisk sine midlertidige fortrinn i den strategiske analysen. Jeg vil derfor vente at veksten i bransjen vil øke opp mot Havfisk sitt gjennomsnitt på 4,45%. Langsiktig vekst for Havfisk er derfor antatt å være 4,45% (Figur 42).

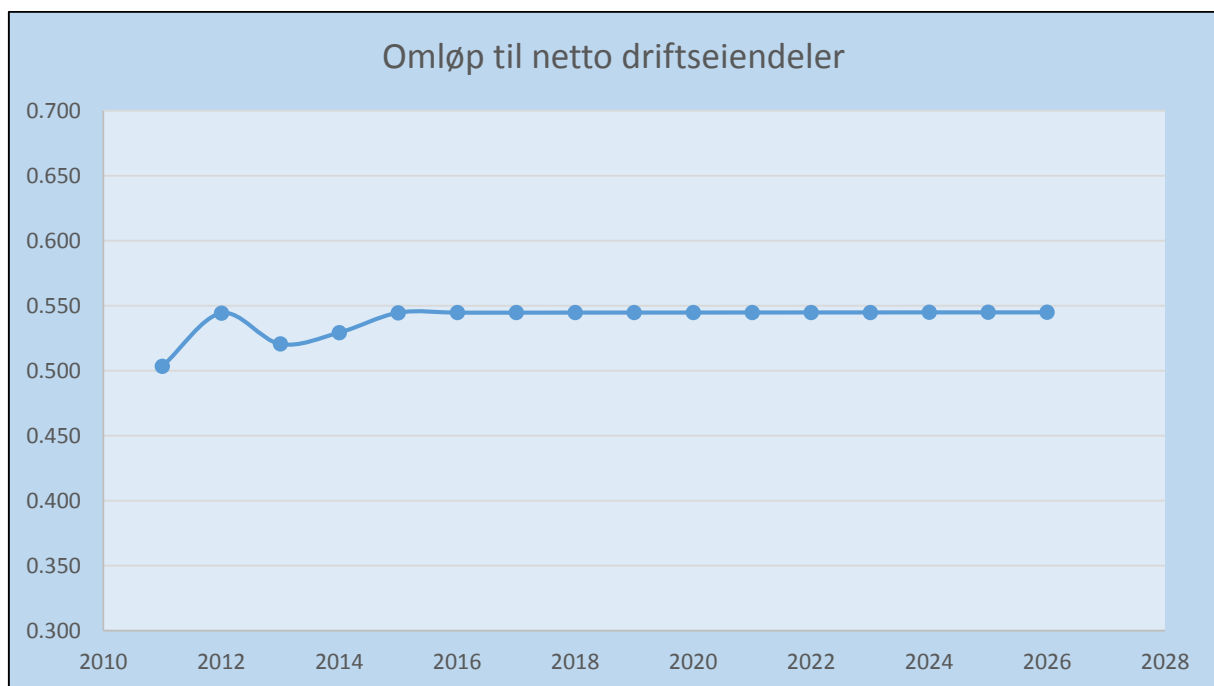


Figur 42 – Driftsinntektsvekst i budsjettperioden

Jeg synes at den langsiktige veksten virker fornuftig siden den er større enn forventet inflasjon, og lavere enn lovlig vekst på 6% i steady state. Siden de mest kommersielle ressursene fra havet er ventet å være fullt utnyttet for en bærekraftig utvikling, må det skje radikale endringer i makroomgivelsene for at vekstmulighetene skal økes ytterligere på lang sikt, noe jeg har konkludert med er lite sannsynlig basert på den strategiske analysen i kapittel 4.

### 9.2.2 Andre budsjett drivere

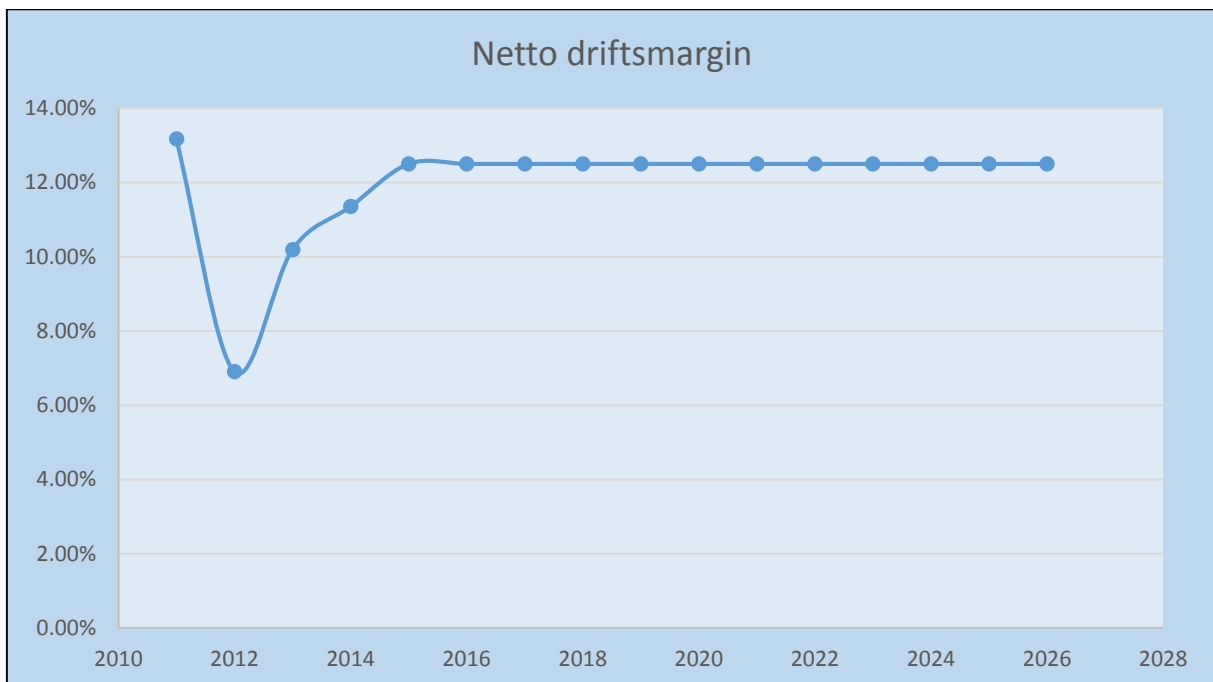
Jeg vil bruke omløpet til netto driftseiendeler som budsjett driver for å fremskrive netto driftseiendeler (Figur 41). Netto driftseiendeler er lik neste års driftsinntekter delt på omløpet til netto driftseiendeler. Dette gir et onde på 0,545 i 2015. Fra ressursanalysen i kapittel 4.3 konkluderte jeg med at ressursene til Havfisk bare utgjør midlertidige fortrinn. Jeg vil derfor vente at onde i bransjen vil øke til samme nivå som for Havfisk på sikt, slik at omløpsfordelen innenfor fangstsegmentet forsvinner. Jeg antar at Havfisk vil ha et svært stabilt omløp til netto driftseiendeler i budsjettperioden, og at det vil ligge på samme nivå som for 2015 (Figur 43).



Figur 43 – Omløp til netto driftseiendeler

Budsjett driveren for netto driftsresultat vil være netto driftsmargin (Figur 41). Havfisk har i analyseperioden hatt en bedre netto driftsmargin enn bransjen. Hovedgrunnen til denne marginfordelen er at Havfisk har mye lavere varekostnader enn bransjen (Tabell 27). Den

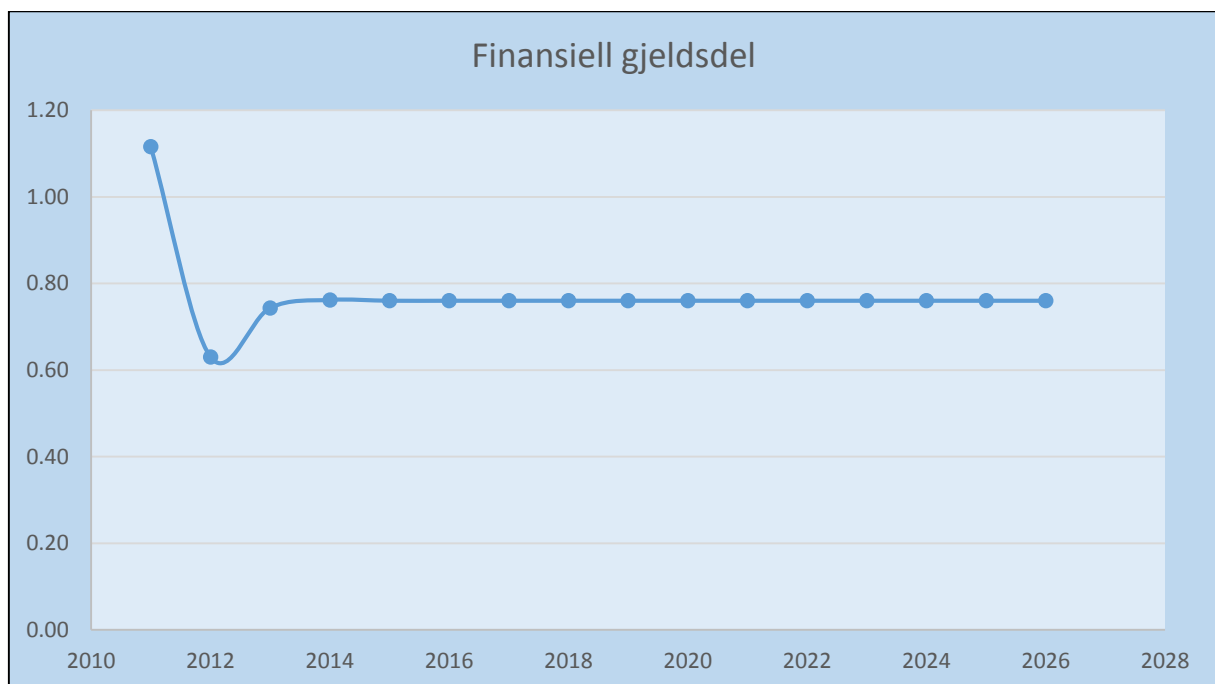
fulle effekten av flåtefornyingsprogrammet er derimot ikke tatt høyde for i tallene fra analyseperioden. Jeg venter derfor at netto driftsmargin for Havfisk øker til 12,50% i 2015 på grunn av reduksjoner i driftskostnadene, og at den holder seg på dette nivået til steady state (Figur 44). Siden ressursene som danner grunnlaget for marginfordelen bare midlertidige, vil jeg vente at netto driftsmargin for Havfisk og netto driftsmargin for bransjen vil konvergere på sikt, ved at netto driftsmargin i bransjen også vil øke opp mot 12,50%. Størrelsen til Havfisk kan derimot gjøre at Havfisk får en liten varig strategisk fordel på grunn av bedre forutsetninger for å gjøre nye investeringer.



Figur 44 – Netto driftsmargin

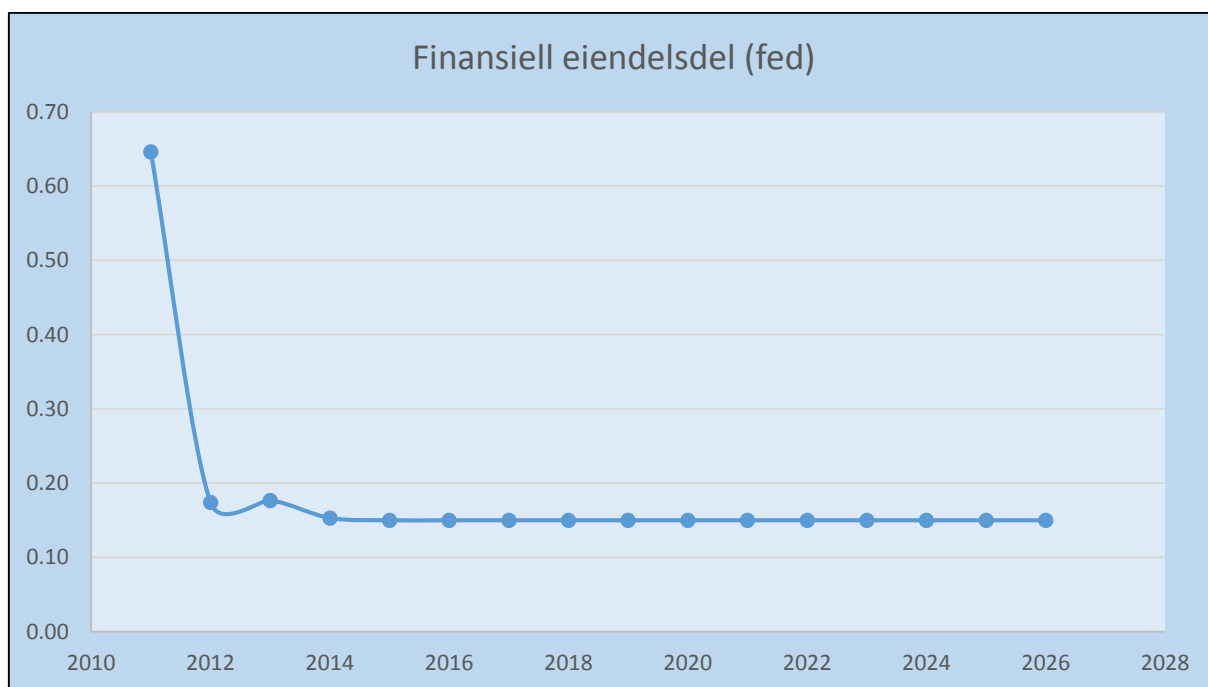
For å kunne budsjettere netto finansiell gjeld, vil jeg gjøre en separat budsjettering av finansiell gjeld og finansielle eiendeler (Figur 41). Budsjettdriverne for disse postene er finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel. I analyseperioden hadde Havfisk en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 81%. Denne vil derimot være kunstig høy på grunn av utdelingen av Norway Seafoods til aksjonærene i 2012. Da dette ble besluttet i 2011, ble eiendelene tilknyttet Norway Seafoods omklassifisert fra driftseiendeler til finansielle eiendeler holdt for salg. Dette reduserte Havfisk sin egenkapital og driftsrelaterte gjeld, og økte den kortsiktige finansielle gjelden (Havfisk, 2011). Finansielle eiendeler og finansiell gjeld vil derfor være kunstig høye i 2011. Typisk finansiell gjeldsdel for virksomheter på Oslo Børs var i 2012 på 48% (Knivsflå, 2014). Jeg vil derimot anta at Havfisk kan opprettholde en

høy finansielle gjeldsdel på sikt. Jeg vil anta at en finansiell gjeldsdel på 76% vil være optimal for Havfisk på lang sikt (Figur 45). Dette er samme nivå som for 2014. Grunnen til at jeg antar at Havfisk kan ha en så stor finansiell gjeldsdel er på grunn av at de har eiendeler som långiverne kan ha sikkerhet i. Det meste av eiendelene til Havfisk er knyttet til fartøyene og fiskerettighetene. Siden dette er eiendeler med relativt stor likvidasjonsverdi, vil tapet ved en eventuell konkurs bli lavere for långiverne, slik at risikoen ved å låne penger til Havfisk er forholdsvis lav. Havfisk kan dermed ha en høy finansiell gjeldsdel, slik at de får et større skattefradrag og en større gearingeffekt (Berk & DeMarzo, 2011).



Figur 45 – Finansiell gjeldsdel

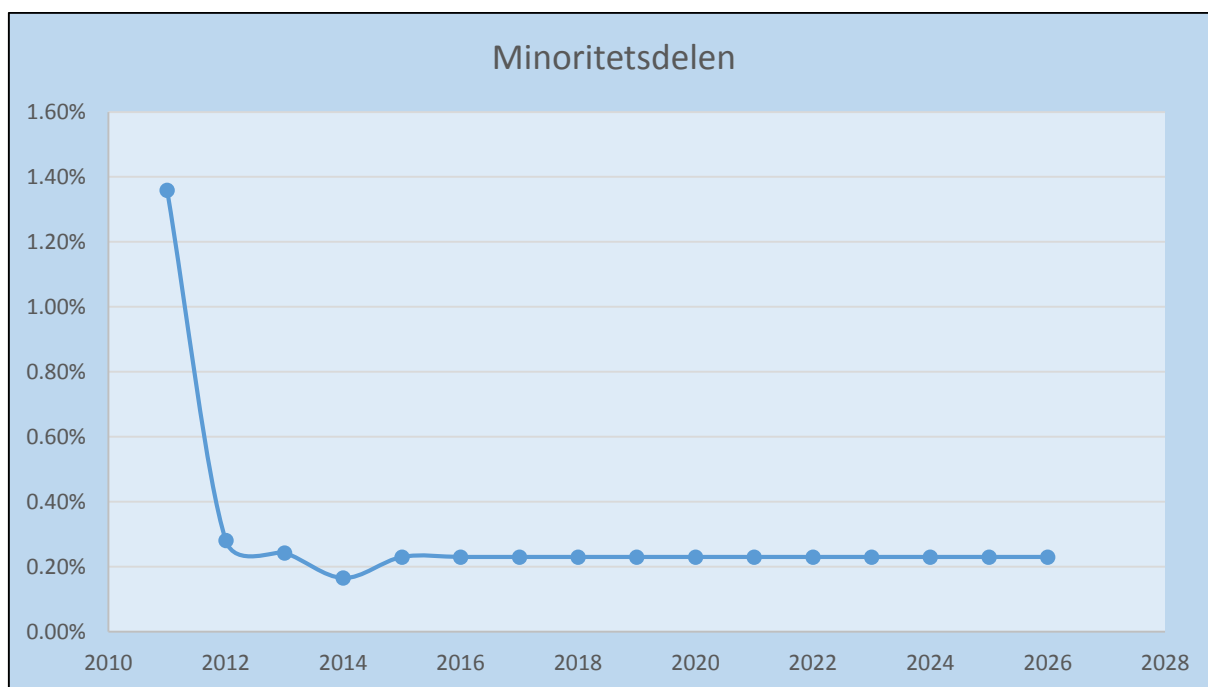
Typisk finansiell eiendelsdel for virksomheter på Oslo Børs i 2012 var på 23% (Knivsflå, 2014). Dette vil være i høyeste laget for en virksomhet i steady state. Jeg mener at nivået for 2014T på 15% gir et rimelig estimat for fremtiden, slik at jeg antar at denne ligger stabilt på dette nivået (Figur 46).



Figur 46 – Finansiell eiendelsdel

Jeg vil budsjettere netto finanskostnad og netto finansinntekt inntekt på bakgrunn av finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrente (Figur 41). For å kunne gjøre dette vil jeg forutsette at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav. Dette stemmer dersom kapitalmarkedet er velfungerende, samt at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdiestimat. Havfisk sitt regnskap utarbeides etter historisk kost, med unntak av derivater, finansielle instrumenter, og finansielle eiendeler holdt for salg som utarbeides til virkelig verdi (Havfisk, 2013). Jeg mener derfor at forutsetningen om at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav er rimelig. Finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrente kan derfor estimeres som henholdsvis finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav som jeg har funnet i kapittel 10.1. Dette forutsetter at Havfisk ikke har en finansieringsfordel i budsjettperioden, jamfør analysen av strategisk fordel i kapittel 10.3.

Minoritetsinteressene i balansen kan budsjetteres ved å fremskrive minoritetsdelen (Figur 41). Havfisk har hatt en svært lav minoritetsdel i analyseperioden med et gjennomsnitt på 0,51%. Dette vil inkludere en del variasjon, der minoritetsdelen fra 2011 skiller seg ut på 1,36%. Jeg vil anta at minoritetsdelen er lik gjennomsnittet fra 2012 til 2014T på 0,23%, og at den holder seg stabilt på dette nivået over tid (Figur 47).



Figur 47 - Minoritetsdelen

Det siste budsjetteringssteget er å estimere utviklingen i netto minoritetsresultat. Denne kan finnes ved å fremskrive minoritetsrentabiliteten. En forenkling vil være å anta at minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet. Denne forutsetningen er rimelig dersom minoritetsinteressene er såpass små at majoriteten greier å «skvise» minoriteten, eller at minoriteten er balanseført til tilnærmet virkelig verdi. Jeg mener forutsetningen virker rimelig, siden minoriteten i Havfisk er svært liten. Jeg vil derfor bruke minoritetskravet som jeg har funnet i kapittel 10.1 som et estimat på minoritetsrentabiliteten.

### 9.3 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Basert på de ni budsjettriverne kan jeg utarbeide fremtidsregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig kontantstrømoppstilling i sju budsjetteringssteg (Figur 41). Fremtidsregnskapet er utarbeidet basert på steg 1, 3, 5 og 7 (Tabell 35). Fra og med 2024 har jeg antatt at Havfisk er i steady state med konstant vekst. Netto betalt utbytte (NBU) er funnet residualt som fullstendig nettoresultat, minus endringen i egenkapitalen. Den vil dermed være lik fri kontantstrøm til egenkapitalen (Knivsflå, 2014).

<b>Fremtidsregnskap</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
DI	989	1058	1129	1200	1273	1346	1419	1491	1562	1632	1704	1780
<b>NDR</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>141</b>	<b>150</b>	<b>159</b>	<b>168</b>	<b>177</b>	<b>186</b>	<b>195</b>	<b>204</b>	<b>213</b>	<b>223</b>
NFI	15	17	18	20	22	24	26	28	30	32	34	35
<b>NRS</b>	<b>139</b>	<b>149</b>	<b>159</b>	<b>170</b>	<b>181</b>	<b>192</b>	<b>203</b>	<b>214</b>	<b>225</b>	<b>236</b>	<b>247</b>	<b>258</b>
NFK	-54	-61	-68	-75	-83	-91	-100	-109	-118	-128	-134	-140
NMR	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>NRE/FNR</b>	<b>85</b>	<b>88</b>	<b>91</b>	<b>95</b>	<b>98</b>	<b>100</b>	<b>103</b>	<b>105</b>	<b>106</b>	<b>107</b>	<b>112</b>	<b>117</b>
NBU	39	38	40	43	46	49	51	54	57	56	58	61
<b>Endring EK</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>56</b>

Tabell 35 – Fremtidsregnskap Havfisk

Basert på steg 2, 4 og 6 kan jeg utarbeide fremtidsbalansen til Havfisk (Tabell 36).

Egenkapitalen er funnet residualt som netto driftseiendeler, fratrukket netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene.

<b>Fremtidsbalanse</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>NDE</b>	1942	2072	2203	2336	2470	2603	2736	2866	2994	3127	3266	3412
FE	291	311	330	350	371	391	410	430	449	469	490	512
<b>SSE</b>	<b>2233</b>	<b>2382</b>	<b>2534</b>	<b>2687</b>	<b>2841</b>	<b>2994</b>	<b>3146</b>	<b>3296</b>	<b>3443</b>	<b>3596</b>	<b>3756</b>	<b>3923</b>

<b>EK</b>	753	803	854	906	958	1009	1061	1111	1161	1212	1266	1323
<b>MI</b>	4	5	5	5	6	6	6	7	7	7	8	8
<b>FG</b>	<b>1476</b>	<b>1574</b>	<b>1675</b>	<b>1776</b>	<b>1877</b>	<b>1979</b>	<b>2079</b>	<b>2178</b>	<b>2275</b>	<b>2376</b>	<b>2482</b>	<b>2593</b>
<b>SSK</b>	<b>2233</b>	<b>2382</b>	<b>2534</b>	<b>2687</b>	<b>2841</b>	<b>2994</b>	<b>3146</b>	<b>3296</b>	<b>3443</b>	<b>3596</b>	<b>3756</b>	<b>3923</b>

Tabell 36 – Fremtidsbalanse Havfisk

Basert på det budsjetterte fremtidsresultatet og den budsjetterte fremtidsbalansen, kan jeg utarbeide en kontantstrømoppstilling for budsjettperioden (Tabell 37).

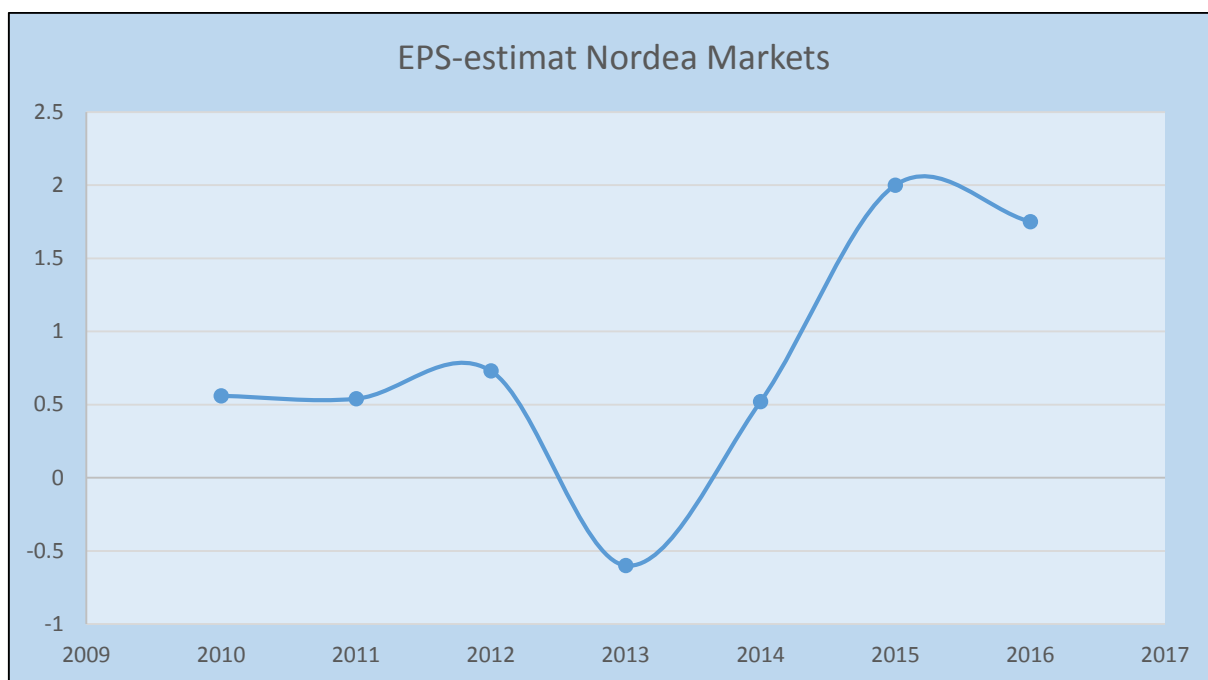
<b>Fremtidig KS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
NDR	124	132	141	150	159	168	177	186	195	204	213	223
Endring NDE	127	130	132	133	134	133	132	130	127	133	139	145
<b>FKD</b>	-3	3	9	17	25	35	45	56	68	71	74	77
NFI	15	17	18	20	22	24	26	28	30	32	34	35
Endring FE	13	19	20	20	20	20	20	20	19	20	21	22
<b>FKS</b>	-1	0	8	17	27	39	51	64	79	83	87	90
NFK	-54	-61	-68	-75	-83	-91	-100	-109	-118	-128	-134	-140
Endring FG	93	99	100	101	102	101	101	99	97	101	106	111
NMR	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Endring MI	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FKE</b>	39	38	40	43	46	49	51	54	57	56	58	61

Tabell 37 – Fremtidig kontantstrøm Havfisk

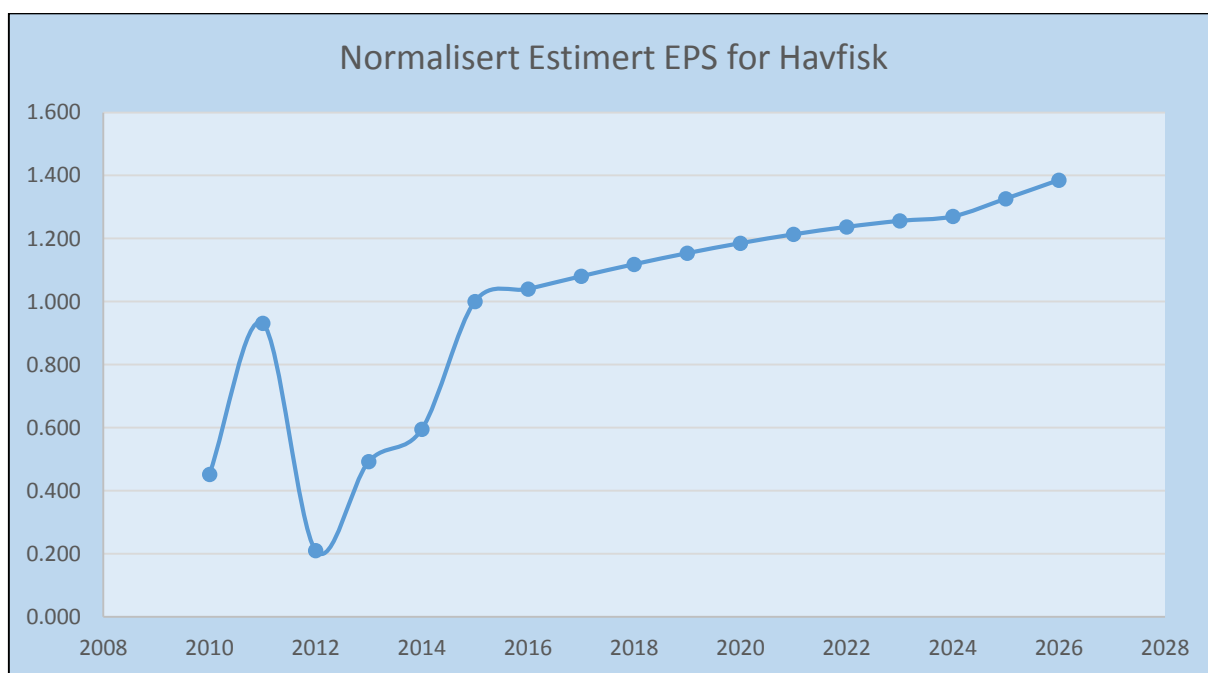
For å finne ut om det utarbeidede fremtidsregnskapet virker fornuftig, bør det analyseres nærmere (Knivsflå, 2014). Jeg vil analysere fremtidsregnskapet i to deler. Først vil jeg sammenligne fremtidsregnskapet med andre analytikeres estimat. Dette gjelder hovedsakelig EPS for de to første årene av budsjetteringsperioden. Deretter vil jeg gjøre en strategisk rentabilitetsanalyse for å klargjøre hvilke strategiske fordeler som er innbygd i fremtidsbudsjettet. Analyse av strategisk fordel i fremtidsregnskapet blir gjennomført i kapittel 10.3, etter at jeg har funnet fremtidskravene.

Nordea Markets har en sterk kjøpsanbefaling på Havfisk. De begrunner dette med et høyt kvotenivå og en økende trend i prisene, i tillegg til økt effektivitet hos fartøyene. Siden det er forventet en reduksjon i kvotene for 2015 (Figur 7), ventes det at det reduserte tilbudet vil føre til en ytterligere økning i prisene. Nordea forventer at EPS i trailingåret blir på 0,52, men at det vil øke til 2,00 i 2015 og 1,75 i 2016 (Figur 48). Jeg mener at dette er for optimistisk, og at det heller viser potensialet enn forventet EPS. Mitt estimat er derfor mer pessimistisk på kort sikt. Jeg venter at EPS i 2015 blir på 1,00 i 2015, og 1,04 i 2016. Jeg har derimot budsjettert med at EPS øker jevnt over hele budsjetteringsperioden. Hovedgrunnen til dette er at jeg bruker normaliserte tall, og dermed måler forventet verdi over tid. Siden fiskeprisene kan variere kraftig fra år til år, gjør dette at jeg kan bomme kraftig med estimatet for hvert individuelle år. Målet er heller å få et godt mål på Havfisk sin verdiskapning på sikt (Figur 49).





Figur 48 – EPS-estimat fra Nordea Markets



Figur 49 – Normalisert estimert EPS-estimat for Havfisk

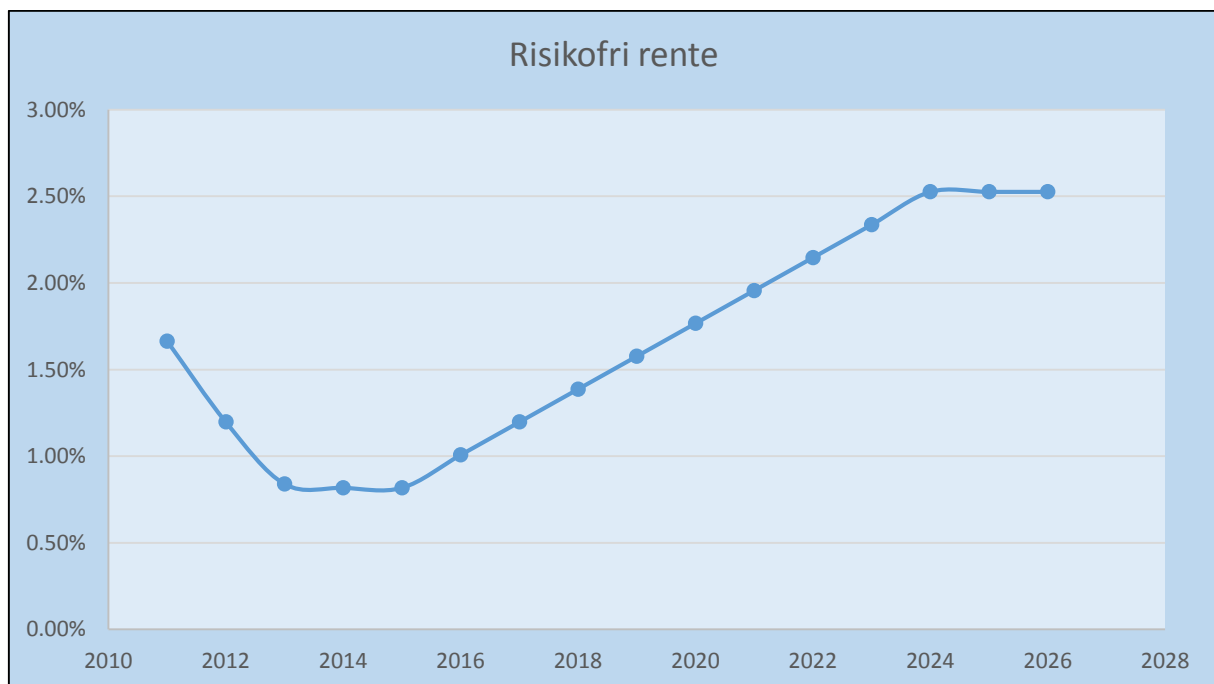
Usikkerheten knyttet til analytikers estimat er svært stor, selv for neste periodes inntjening. Røstberg, Steinsvik og Sønderland (2001) har vist at gjennomsnittlig absolutt prediksjonsfeil hos norske meglerhus var på hele 50% ett år før estimatåret. Dette viser at det knyttet stor usikkerhet til estimatene, selv på kort sikt. Elton, Gruber, Brown og Goetzmann (2011) viser at EPS-estimatene i stor grad er basert på historisk fortjeneste, noe som ikke nødvendigvis gir det beste bildet for fremtiden.

## 10 Fremtidskrav og Strategisk Fordel

### 10.1 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld

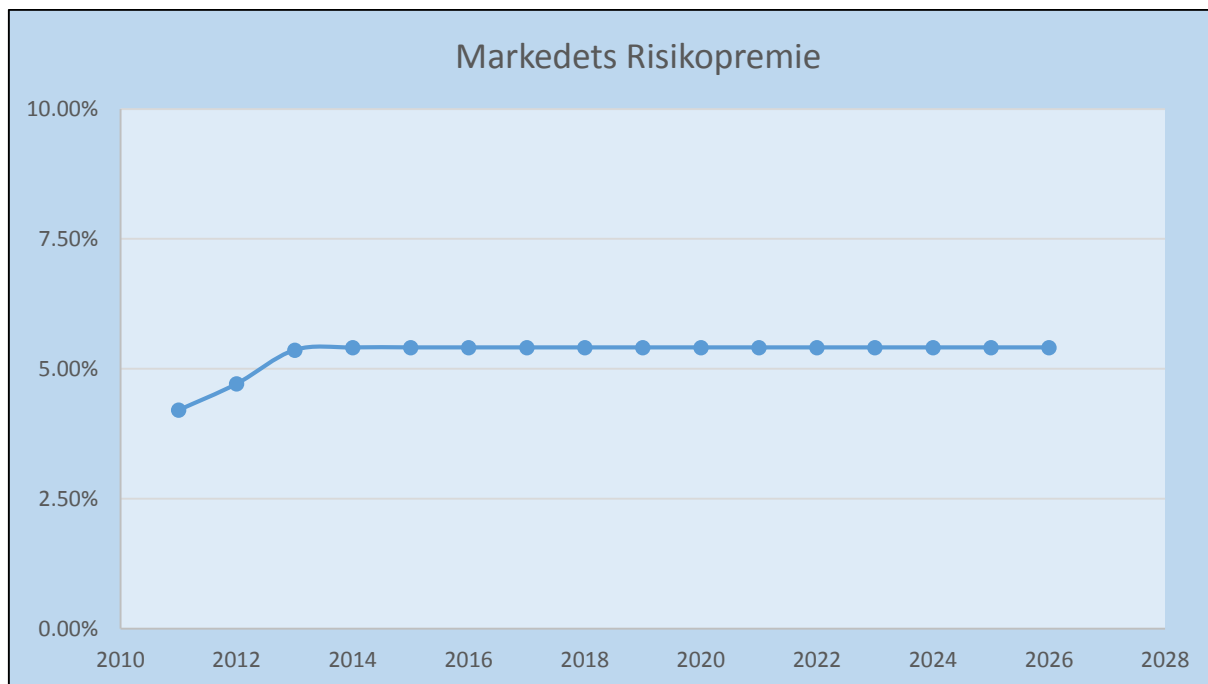
Det teoretiske grunnlaget for dette kapittelet kan finnes i kapittel 7.1. Målet i dette kapittelet vil være å finne estimater på fremtidskravene til Havfisk i budsjettperioden. Jeg vil først finne kravet til egenkapitalen over budsjetteringsperioden. Her vil jeg ikke ta eksplisitt hensyn til utbytteskatt, siden denne skatten gjelder for alle investeringer og dermed er systematisk. Dette forutsetter at utbytteskatten ikke skaper vridninger, men gjelder likt for alle investeringer (Knivsflå, 2014). Den vil derfor inngå i alternativkostnaden.

Risikofri rente over vil over tid være tilbakevendende til gjennomsnittet. For kommende år vil dagens 3M Nibor være beste estimat. På budsjetthorisonten vil historisk gjennomsnitt være det beste estimatet. Jeg vil anta at 3M Nibor vil vende tilbake til 4,06%, som er gjennomsnittet i årene 1997 til 2014T. Jeg vil anta en lineær utvikling over budsjettperioden. Jeg vil i tillegg anta at bankratingen vil holde seg stabilt på samme nivå som for analyseperioden, slik at kredittrisikopremien er konstant. Forventet risikofri rente vil derfor være stigende over budsjettperioden (Figur 50).



Figur 50 – Risikofri rente over analyseperioden

For markedsrisikopremien vil jeg bruke dagens nivå som beste estimat for fremtiden (Knivsflå, 2014). Jeg antar derfor at markedsrisikopremien holder seg konstant på 5,41% til steady state (Figur 51).



Figur 51 – Markedets Risikopremie

Egenkapitalbetaen i budsjettperioden vil variere jamfør Modigliani og Miller sin andre proposisjon, og må derfor finnes residualt år for år. Ved å anta at Modigliani og Miller sin første proposisjon holder, vil netto driftsbetaen derimot være konstant (Berk & DeMarzo, 2011). Som nevnt i kapittel 7 vil dette være en rimelig forutsetning for Havfisk som ikke er i finansiell krise. For å finne egenkapitalbetaen for hvert år i budsjettperioden må jeg først finne netto finansiell gjeldsbeta.

Netto finansiell gjeldsbeta kan estimeres som den vektete differansen mellom finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Jeg vil bruke samme fremgangsmåte som i kapittel 7 for å finne finansiell gjeldsbeta. Havfisk vil ha en syntetisk rating på BB over hele budsjettperioden. Lang kredittrisikopremie etter skatt er derfor 3,10% (Tabell 18). Jeg vil videre anta at markedsrisikodelen er 0,1 budsjetteringsperioden, det samme i som i analyseperioden. I tillegg antar jeg at markedsrisikopremien er konstant på 5,41%. Dette gjør at finansiell gjeldsbeta er 5,70% i hele budsjettperioden.

For å finne finansiell eiendelsbeta gjør jeg samme forutsetninger som i kapittel 7, der jeg antok at kontanter er risikofrie og investeringsbetaen er lik en, i tillegg til at gjennomsnittlig rating på fordringene er lik BBB (Tabell 38).

<b>Finansiell eiendelsbeta:</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Kort kreditrisikopremie	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
Markedsrisikodelen	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
MRP	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%
<b>Fordringsbeta</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>	<b>0.050</b>
Fordringsvekt	0.035	0.037	0.039	0.041	0.043	0.044	0.046	0.048	0.050	0.05	0.05	0.05
<b>Investeringsbeta</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Investeringsvekt	0.872	0.870	0.867	0.865	0.862	0.860	0.857	0.855	0.852	0.850	0.850	0.850
<b>Kontantbeta</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kontantvekt	0.092	0.093	0.094	0.095	0.096	0.096	0.097	0.098	0.099	0.100	0.100	0.100
<b>FE-Beta</b>	<b>0.874</b>	<b>0.871</b>	<b>0.869</b>	<b>0.867</b>	<b>0.864</b>	<b>0.862</b>	<b>0.860</b>	<b>0.857</b>	<b>0.855</b>	<b>0.852</b>	<b>0.852</b>	<b>0.852</b>

Tabell 38 – Finansiell eiendelsbeta

Beta til netto finansiell gjeld kan dermed finnes som den vektete finansielle gjeldsbetaen, minus den vektete finansielle eiendelsbetaen (Tabell 39).

<b>NFG-beta:</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>FG-beta</b>	0.057	0.057	0.057	0.057	0.057	0.057	0.057	0.057	0.057	0.057	0.057	0.057
FG/NFG	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246
<b>FE-beta</b>	0.874	0.871	0.869	0.867	0.864	0.862	0.860	0.857	0.855	0.852	0.852	0.852
FE/NFG	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246
<b>NFG-beta</b>	<b>-0.143</b>	<b>-0.143</b>	<b>-0.142</b>	<b>-0.142</b>	<b>-0.141</b>	<b>-0.141</b>	<b>-0.140</b>	<b>-0.139</b>	<b>-0.139</b>	<b>-0.138</b>	<b>-0.138</b>	<b>-0.138</b>

Tabell 39 – Netto finansiell gjeldsbeta

Med netto finansiell gjeldsbeta og netto driftsbeta kjent, kan jeg utlede egenkapitalbetaen for hvert av årene i budsjettperioden (Tabell 40).

<b>NDK-beta:</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>EK-beta:</b>	<b>0.818</b>	<b>0.818</b>	<b>0.817</b>	<b>0.816</b>	<b>0.815</b>	<b>0.814</b>	<b>0.813</b>	<b>0.812</b>	<b>0.811</b>	<b>0.810</b>	<b>0.810</b>	<b>0.810</b>
EK/NDK	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388
<b>EK-beta</b>	<b>0.818</b>	<b>0.818</b>	<b>0.817</b>	<b>0.816</b>	<b>0.815</b>	<b>0.814</b>	<b>0.813</b>	<b>0.812</b>	<b>0.811</b>	<b>0.810</b>	<b>0.810</b>	<b>0.810</b>
MI/NDK	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
<b>NFG-beta</b>	<b>-0.143</b>	<b>-0.143</b>	<b>-0.142</b>	<b>-0.142</b>	<b>-0.141</b>	<b>-0.141</b>	<b>-0.140</b>	<b>-0.139</b>	<b>-0.139</b>	<b>-0.138</b>	<b>-0.138</b>	<b>-0.138</b>
NFG/NDK	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610
<b>NDK-beta</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>	<b>0.232</b>

Tabell 40 – Netto driftsbeta

Fremtidskravet til egenkapitalen og minoritetsinteressene kan estimeres ved å bruke den utvidede kapitalverdimodellen fra kapittel 7 (Gjesdal & Johnsen, 1999). Jeg har forutsatt at illikviditetspremiene holder seg konstant over budsjettperioden (Tabell 41).

EK-kravet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Rf	0.82%	1.01%	1.20%	1.39%	1.58%	1.77%	1.96%	2.15%	2.34%	2.53%	2.53%	2.53%
Ek-beta	0.818	0.818	0.817	0.816	0.815	0.814	0.813	0.812	0.811	0.810	0.810	0.810
MRP	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%
ILP	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
<b>ekk</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.93%</b>	<b>6.12%</b>	<b>6.30%</b>	<b>6.49%</b>	<b>6.67%</b>	<b>6.85%</b>	<b>7.04%</b>	<b>7.22%</b>	<b>7.41%</b>	<b>7.41%</b>	<b>7.41%</b>
ILP (MI)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
<b>mik</b>	<b>8.75%</b>	<b>8.93%</b>	<b>9.12%</b>	<b>9.30%</b>	<b>9.49%</b>	<b>9.67%</b>	<b>9.85%</b>	<b>10.04%</b>	<b>10.22%</b>	<b>10.41%</b>	<b>10.41%</b>	<b>10.41%</b>

Tabell 41 - Egenkapitalkravet

Kravet til netto finansiell gjeld kan estimeres som den vektete differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Finansielt gjeldskrav er gitt som risikofri rente, pluss en kredittrisikopremie. Havfisk har en syntetisk rating på BB i hele budsjettperioden, slik at kredittrisikopremien er 3,10% (Tabell 18). Tabell 42 viser utregningen av finansielt gjeldskrav i budsjettperioden.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Rf	<b>0.82%</b>	<b>1.01%</b>	<b>1.20%</b>	<b>1.39%</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.77%</b>	<b>1.96%</b>	<b>2.15%</b>	<b>2.34%</b>	<b>2.53%</b>	<b>2.53%</b>	<b>2.53%</b>
krp	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
<b>fgk</b>	<b>3.92%</b>	<b>4.11%</b>	<b>4.30%</b>	<b>4.49%</b>	<b>4.68%</b>	<b>4.87%</b>	<b>5.06%</b>	<b>5.25%</b>	<b>5.44%</b>	<b>5.63%</b>	<b>5.63%</b>	<b>5.63%</b>

Tabell 42 – Finansielt gjeldskrav

For finansielt eiendelskrav gjelder samme forutsetninger som for finansiell eiendelsbeta der kontanter er risikofrie, fordringer har en gjennomsnittlig rating på BBB og investeringer har en beta lik en (Tabell 43).

FE-krav:	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Kontantkrav	0.82%	1.01%	1.20%	1.39%	1.58%	1.77%	1.96%	2.15%	2.34%	2.53%	2.53%	2.53%
Kontantvekt	0.092	0.093	0.094	0.095	0.096	0.096	0.097	0.098	0.099	0.100	0.1	0.1
Fordringskrav	1.82%	2.01%	2.20%	2.39%	2.58%	2.77%	2.96%	3.15%	3.34%	3.53%	3.53%	3.53%
Fordringsvekt	0.035	0.037	0.039	0.041	0.043	0.044	0.046	0.048	0.050	0.05	0.05	0.05
Investeringskrav	6.23%	6.42%	6.61%	6.80%	6.99%	7.18%	7.37%	7.56%	7.75%	7.94%	7.94%	7.94%
Investeringsvekt	0.872	0.87	0.87	0.86	0.86	0.86	0.86	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
<b>fek</b>	<b>5.57%</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.93%</b>	<b>6.11%</b>	<b>6.28%</b>	<b>6.46%</b>	<b>6.64%</b>	<b>6.82%</b>	<b>7.00%</b>	<b>7.17%</b>	<b>7.17%</b>	<b>7.17%</b>

Tabell 43 – Finansielt eiendelskrav

Kravet til netto finansiell gjeld er lik den vektete differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav (Tabell 44).

<b>NFG-krav:</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>fgk</b>	<b>3.92%</b>	<b>4.11%</b>	<b>4.30%</b>	<b>4.49%</b>	<b>4.68%</b>	<b>4.87%</b>	<b>5.06%</b>	<b>5.25%</b>	<b>5.44%</b>	<b>5.63%</b>	<b>5.63%</b>	<b>5.63%</b>
FG/NFG	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246	1.246
<b>fek</b>	<b>5.57%</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.93%</b>	<b>6.11%</b>	<b>6.28%</b>	<b>6.46%</b>	<b>6.64%</b>	<b>6.82%</b>	<b>7.00%</b>	<b>7.17%</b>	<b>7.17%</b>	<b>7.17%</b>
FE/NFG	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246
<b>nfgk</b>	<b>3.51%</b>	<b>3.70%</b>	<b>3.90%</b>	<b>4.09%</b>	<b>4.28%</b>	<b>4.47%</b>	<b>4.67%</b>	<b>4.86%</b>	<b>5.05%</b>	<b>5.25%</b>	<b>5.25%</b>	<b>5.25%</b>

Tabell 44 – Netto finansielt gjeldskrav

## 10.2 Krav til netto driftskapital

Kravet til selskapskapitalen er det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet til de som finansierer virksomheten (Berk & DeMarzo, 2011). Kravet til netto driftskapital vil derfor være det vektete gjennomsnittet av egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskravet (Tabell 45).

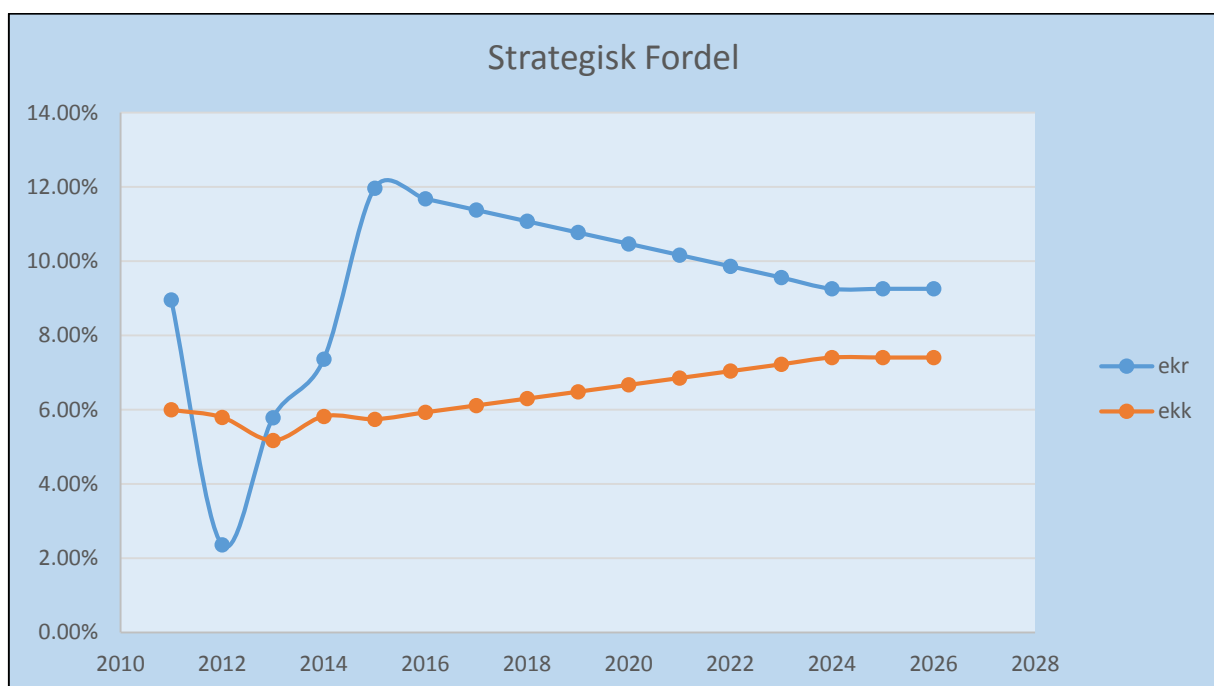
<b>ndk:</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
ekk	5.75%	5.93%	6.12%	6.30%	6.49%	6.67%	6.85%	7.04%	7.22%	7.41%	7.41%	7.41%
EK/NDK	0.390	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388	0.388
mik	8.75%	8.93%	9.12%	9.30%	9.49%	9.67%	9.85%	10.04%	10.22%	10.41%	10.41%	10.41%
MI/NDK	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
nfgk	3.51%	3.70%	3.90%	4.09%	4.28%	4.47%	4.67%	4.86%	5.05%	5.25%	5.25%	5.25%
NFG/NDK	0.609	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610
<b>ndk</b>	<b>4.39%</b>	<b>4.58%</b>	<b>4.77%</b>	<b>4.96%</b>	<b>5.15%</b>	<b>5.34%</b>	<b>5.53%</b>	<b>5.72%</b>	<b>5.91%</b>	<b>6.10%</b>	<b>6.10%</b>	<b>6.10%</b>

Tabell 45 – Netto driftskravet

I dette kapittelet har jeg brukt budsjetterte vekter. I den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 må kravet derimot oppdateres i en iterativ prosess, slik at jeg bruker verdivekter. Fordelen med å starte med budsjetterte vekter er at de egner seg for strategisk rentabilitetsanalyse i budsjettperioden (Knivsflå, 2014). I kapittel 10.3 vil jeg analysere den innbygde strategiske fordelene til Havfisk over budsjettperioden, for å se om den virker rimelig ut fra innsikten jeg har fått i den strategiske regnskapsanalysen.

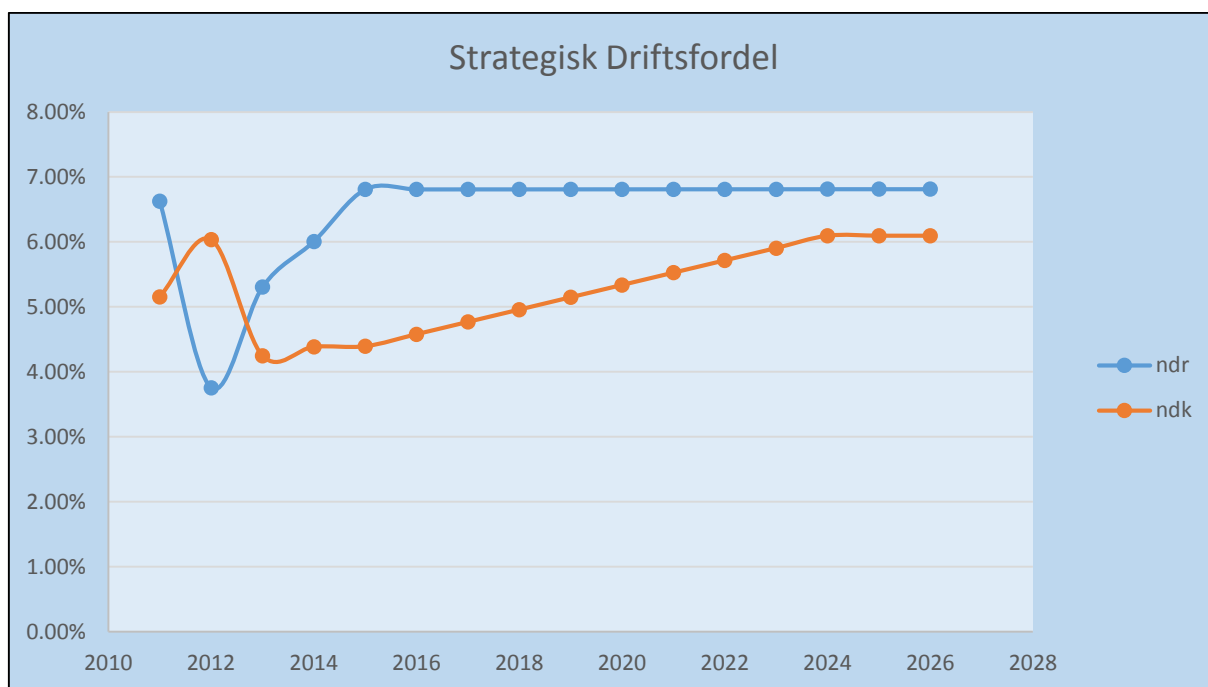
### 10.3 Analyse av strategisk fordel i fremtidsbudsjett

Fra den strategiske regnskapsanalysen har jeg konkludert med at Havfisk sine ressurser bare danner grunnlag for en midlertidig strategisk fordel. Dette stemmer overens med fremtidsregnskapet, der Havfisk har en betydelig strategisk fordel i starten av budsjettperioden, men denne reduseres mot 1,85% i steady state (Figur 52). Bakgrunnen for den varige strategiske fordel er størrelsen til Havfisk. Selv om at jeg har konkludert med at Havfisk sin flåte bare danner grunnlag for en midlertidig fordel, så mener jeg at størrelsen på Havfisk gir en varig fordel når det kommer til å gjøre nye investeringer. Jeg vil derfor vente at en liten del av fordelene knyttet til Havfisk sin flåte vil være varig.



Figur 52 – Strategisk fordel for Havfisk

Siden jeg har antatt at netto finansielt gjeldskrav er lik netto finansiell gjeldsrente og minoritetskravet lik minoritetsrentabiliteten, vil finansieringsfordelen være lik null. Dette er en rimelig antagelse dersom finansmarkedene er effisiente. I tillegg var den historiske finansieringsfordelen bare 0,77% i gjennomsnitt, slik at det virker rimelig å anta at den er tilnærmet lik null. Den strategiske fordelene forklares derfor fullt ut av driftsfordelen. Denne kan dekomponeres i en ren strategisk driftsfordel, og en gearingfordel. Jeg har budsjettert med at Havfisk vil ha en stabil netto driftsrentabilitet, siden jeg har antatt en konstant netto driftsmargin. Netto driftskravet vil derimot øke på sikt, slik at den strategiske driftsfordelen reduseres (Figur 53).



Figur 53 – Strategisk driftsfordel

Den største komponenten av driftsfordelen er gearingfordelen. Denne er såpass høy på grunn av at Havfisk har en svært høy netto finansiell gjeldsgrad. Så lenge den strategiske driftsfordelen er positiv, vil økt gjeldsgrad være med på å øke den totale driftsfordelen i form av en gearingeffekt (Tabell 46).

DF:	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ndr	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%
ndk	4.39%	4.58%	4.77%	4.96%	5.15%	5.34%	5.53%	5.72%	5.91%	6.10%	6.10%	6.10%
<b>SF Drift</b>	<b>2.42%</b>	<b>2.23%</b>	<b>2.04%</b>	<b>1.85%</b>	<b>1.66%</b>	<b>1.47%</b>	<b>1.28%</b>	<b>1.10%</b>	<b>0.91%</b>	<b>0.72%</b>	<b>0.72%</b>	<b>0.72%</b>
<b>GFD</b>	<b>3.79%</b>	<b>3.52%</b>	<b>3.22%</b>	<b>2.93%</b>	<b>2.63%</b>	<b>2.33%</b>	<b>2.03%</b>	<b>1.73%</b>	<b>1.43%</b>	<b>1.13%</b>	<b>1.13%</b>	<b>1.13%</b>
<b>DF</b>	<b>6.21%</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.27%</b>	<b>4.78%</b>	<b>4.29%</b>	<b>3.80%</b>	<b>3.31%</b>	<b>2.83%</b>	<b>2.34%</b>	<b>1.85%</b>	<b>1.85%</b>	<b>1.85%</b>

Tabell 46 – Driftsfordelen til Havfisk i budsjettp perioden

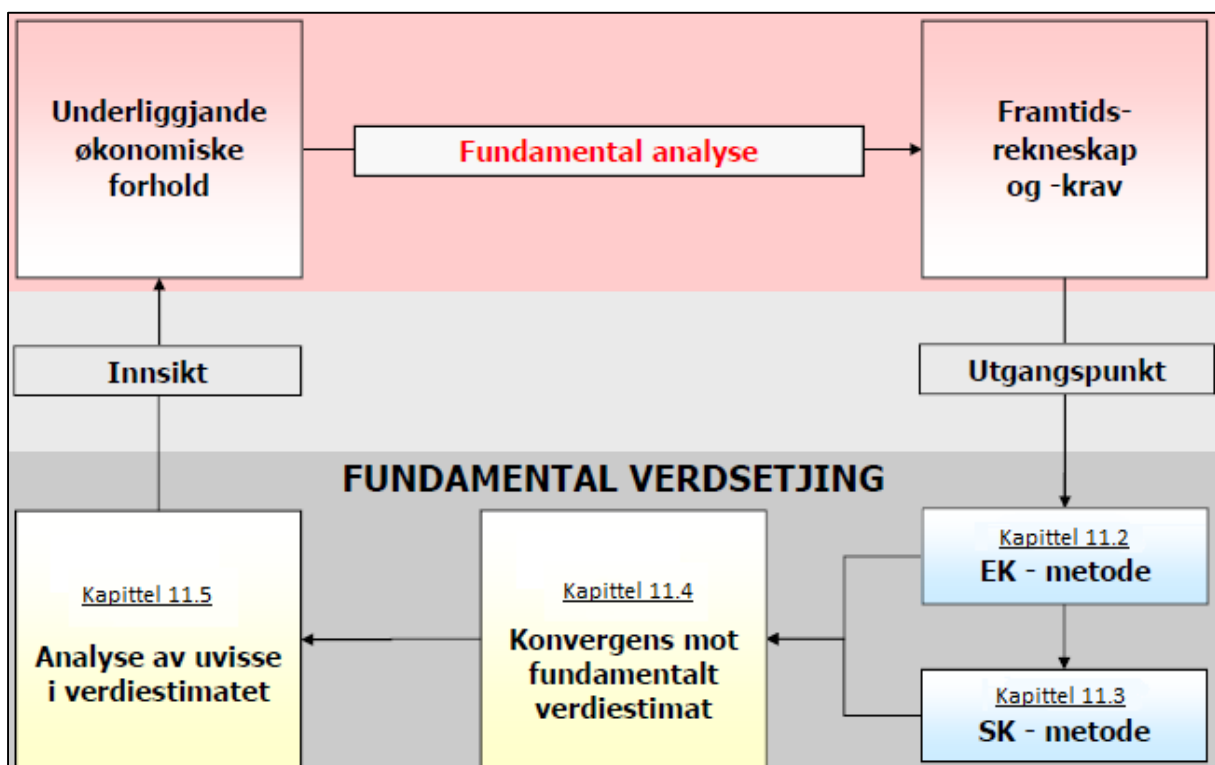
Jeg mener at det utarbeidede fremtidsregnskapet virker rimelig ut fra innsikten jeg har fått gjennom den strategiske regnskapsanalysen. Jeg vil derfor legge dette fremtidsregnskapet til grunn for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.



## 11 Fundamental Verdsettelse

### 11.1 Oversikt over metoder og modeller

Jamfør kapittel 3, vil jeg bruke fundamental verddivurdering som hovedteknikk i verdsettelsen av Havfisk ASA sin egenkapital. Grunnlaget for verdsettelsen vil være fremtidsregnskapet og de fremskrevne avkastningskravene fra kapittel 9 og 10. Jeg vil bruke to metoder for å verdsette Havfisk. I kapittel 11.2 vil jeg bruke egenkapitalmetoden. Her vil jeg beregne verdiestimatet på egenkapitalen direkte, ved at jeg finner nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen. I kapittel 11.3 vil jeg bruke selskapskapitalmetoden. Her vil jeg bruke netto driftsmetoden, slik at jeg først finner et verdiestimat på netto driftskapital, for deretter å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene for å finne estimatet på egenkapitalen. Dersom kravene er verdivektet, vil de to metodene gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Jeg vil derimot først bruke budsjetterte vekter i kapittel 11.2 og 11.3, slik at svarene vil bli forskjellige. For å komme frem til det riktige verdiestimatet vil jeg gjennomføre en konvergensprosedyre i kapittel 11.4, der kravene blir oppdatert til verdivekter. Til slutt vil jeg analysere usikkerheten i verdiestimatet i kapittel 11.5, ved å gjennomføre simulering og sensitivitetsanalyse av de viktigste inputene i verdsettelsesmodellen (Figur 54).



Figur 54 – Rammeverk for fundamental verdsettelse

## 11.2 Egenkapitalmetoden

Innenfor egenkapitalmetoden finnes det flere ulike modeller. Jeg vil fokusere på fri kontantstrøm til egenkapital-modellen og superprofitt til egenkapital-modellen (Figur 55). Disse modellene forutsetter konstant vekst etter budsjett horisonten T. Jeg har satt budsjett horisonten til 2024. Jeg har antatt en langsiktig vekst på 4,45%. Denne er satt på bakgrunn Havfisk sin gjennomsnittlige driftsinntektsvekst i analyseperioden som var på 4,45%. Denne veksten virker rimelig sammenlignet med Havfisk sin egenkapitalvekst i analyseperioden som var på 5,5%. Jeg antar derfor at fremtidig egenkapitalvekst i steady state er på 4,45%. Dette vil være innenfor lovlig vekst, siden jeg har satt 6% som en maks grense.

<b>FKE - MODELLEN;</b>	konstant vekst etter T
$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$	
<b>SPE - MODELLEN;</b>	konstant vekst etter T
$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$	

Figur 55 – Modeller innenfor egenkapitalmetoden (Knivsflå, 2014)

Fri kontantstrøm til egenkapitalen er lik netto betalt utbytte i fremtidsregnskapet (Tabell 47). Verdiestimatet på Havfisk sin egenkapital er lik nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen (Damodaran, 2012).

FKE-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ekk	5.75%	5.93%	6.12%	6.30%	6.49%	6.67%	6.85%	7.04%	7.22%	7.41%	7.41%	7.41%
FKE	39	38	40	43	46	49	51	54	57	56	58	61
Horisontverdi										1970		
Diskonteringsfaktor	1.06	1.12	1.19	1.26	1.35	1.44	1.53	1.64	1.76	1.89		
Nåverdi FKE	36.6	33.7	33.9	34.1	34.0	33.8	33.5	33.0	32.3	1072		
<b>Verdi av EK</b>	<b>1376</b>											

Tabell 47 – Fri kontantstrøm til EK-modellen

Ved å bruke den alternative superprofitt til egenkapital-modellen, må balanseført egenkapital ved tidspunkt 0 legges til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen

(Damodaran, 2012). Dette vil gi samme verdiestimat på egenkapitalen som ved FKE-modellen (Tabell 48).

SPE-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NRE	85	88	91	95	98	100	103	105	106	107	112	117
ekk	5.75%	5.93%	6.12%	6.30%	6.49%	6.67%	6.85%	7.04%	7.22%	7.41%	7.41%	7.41%
EK t-1	707	753	803	854	906	958	1009	1061	1111	1161	1212	1266
SPE	44	43	42	41	39	36	33	30	26	21	22	23
Horisontverdi										758		
Diskonteringsfaktor	1.06	1.12	1.19	1.26	1.35	1.44	1.53	1.64	1.76	1.89		
Nåverdi SPE	42	39	36	32	29	25	22	18	15	412		
Balanseført EK	707											
<b>Verdi av EK</b>	<b>1376</b>											

Tabell 48 – Superprofitt til EK-modellen

Siden jeg bruker budsjetterte vektorer i kravene, vil ikke estimatet gi virkelig verdi av egenkapitalen. Jeg må derfor først finne verdien av egenkapitalen ved å bruke selskapskapitalmetoden i kapittel 11.3, for deretter å gjøre en konvergensprosedyre i kapittel 11.4 for å finne det virkelige estimatet på egenkapitalen.

### 11.3 Selskapskapitalmetoden

I dette kapitlet vil jeg bruke netto driftskapital-metoden for å finne et estimat på verdien til Havfisk sin egenkapital. Her vil jeg først finne et estimat på verdien av netto driftskapital, for deretter å trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene for å finne egenkapitalen. Til dette formålet vil jeg bruke fri kontantstrøm til drift-modellen og superprofitt til drift-modellen (Figur 56).

<b>SPD-Modellen</b>	
$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}$	
<b>FKD-Modellen</b>	
$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}$	

Figur 56 – Modeller innenfor netto driftskapital-metoden (Knivsflå, 2014)

Verdien av egenkapitalen kan estimeres som virkelige netto driftseiendeler, fratrukket netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene (Damodaran, 2012). Virkelige netto driftseiendeler kan finnes som summen av balanseført netto driftseiendeler og nåverdien av fremtidig superprofitt fra drift (Tabell 49). Alternativt kan virkelige netto driftseiendeler finnes som nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm fra drift (Tabell 50). Begge modellene vil gi samme estimat på verdien av egenkapitalen, men denne vil skille seg fra estimatet fra egenkapitalmetoden.

SPD-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NDR	124	132	141	150	159	168	177	186	195	204	213	223
ndk	4.39%	4.58%	4.77%	4.96%	5.15%	5.34%	5.53%	5.72%	5.91%	6.10%	6.10%	6.10%
NDE t-1	1815	1942	2072	2203	2336	2470	2603	2736	2866	2994	3127	3266
SPD	44	43	42	41	39	36	33	30	26	21	22	23
Horisontverdi										1363.03		
Diskonteringsfaktor	1.04	1.09	1.14	1.20	1.26	1.33	1.40	1.48	1.57	1.67	1.77	1.88
Nåverdi SPD	42	40	37	34	31	27	24	20	17	831		
Balanseført NDE	1815											
<b>VNDE</b>	<b>2917</b>											
Balanseført NFG	1105											
Balanseført MI	3											
<b>Verdi av EK</b>	<b>1809</b>											

Tabell 49 – Superprofitt fra drift-modellen

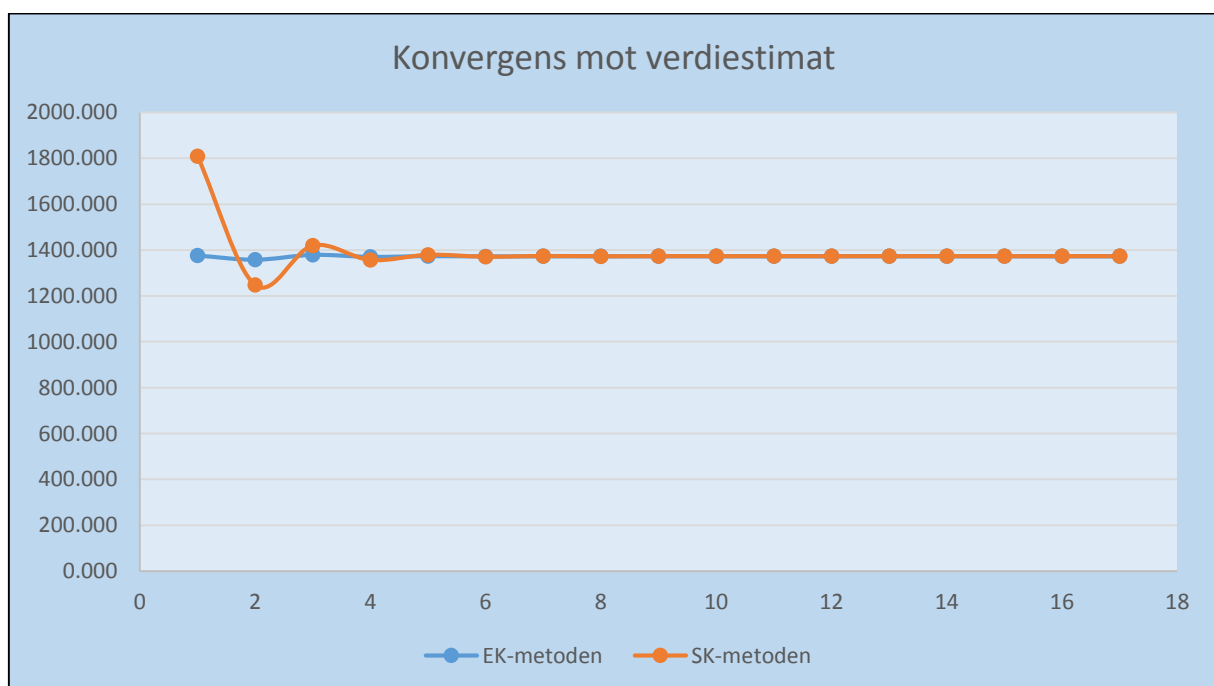
FKD-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ndk	4.39%	4.58%	4.77%	4.96%	5.15%	5.34%	5.53%	5.72%	5.91%	6.10%	6.10%	6.10%
FKD	-3	3	9	17	25	35	45	56	68	71	74	77
Horisontverdi										4490		
Diskonteringsfaktor	1.04	1.09	1.14	1.20	1.26	1.33	1.40	1.48	1.57	1.67	1.77	1.88
Nåverdi	-3	2	8	14	20	26	32	38	43	2736		
<b>VNDE</b>	<b>2917</b>											
Balanseført NFG	1105											
Balanseført MI	3											
<b>Verdi av EK</b>	<b>1809</b>											

Tabell 50 – Fri kontantstrøm fra drift-modellen

For å få et konsistent estimat, må jeg oppdatere kravene slik at de er regnet ut basert på verdivekter. For å gjøre dette vil jeg gjennomføre en prosedyre for å få verdikonvergens i kapittel 11.4.

#### 11.4 Konvergens mot foreløpig verdiestimat

Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden er ekvivalente og skal gi samme svar ved konsistent bruk. Grunnen til at estimatene mine fra kapittel 11.2 og 11.3 skiller seg fra hverandre, er at jeg har brukt budsjetterte vekter for å finne avkastningskravene. For å få et konsistent verdiestimat, må jeg oppdatere kravene slik at de regnes ut basert på verdivekter (Knivsflå, 2014). For å få til dette vil jeg gjennomføre en konvergeringsprosedyre i 16 steg. Jeg vil bruke gjennomsnittlig verdiestimat på egenkapitalen basert på budsjetterte vekter som utgangspunkt i «steg 0». I steg 1 vil jeg vekte alle krav basert på verdiene jeg fant med budsjetterte vekter. Ved å oppdatere kravene, vil forskjellen mellom verdiestimatene fra egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden reduseres. Gjennomsnittlig verdiestimat for de to metodene vil deretter brukes som utgangspunkt for steg 2, der jeg igjen oppdaterer vektene basert på det nye verdiestimatene. Ved å oppdatere vektene vil verdiestimatene fra de to metodene nærme seg ytterligere. Jeg har gjentatt denne prosessen 16 ganger, slik at verdiestimatet fra selskapsmetoden og egenkapitalmetoden til slutt konvergerer, og jeg får et foreløpig verdiestimat for egenkapitalen på 1372,5 millioner kroner (Figur 57).



Figur 57 – Konvergens mot foreløpig verdiestimat

Dette tilsvarer en verdi på 16,23 kroner per aksje, noe som gir et forward pris/fortjeneste-forhold på 16,23, og et pris/bok-forhold på 1,94. Dette vil derimot ikke være det endelige verdiestimatet. For å finne det endelige verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen

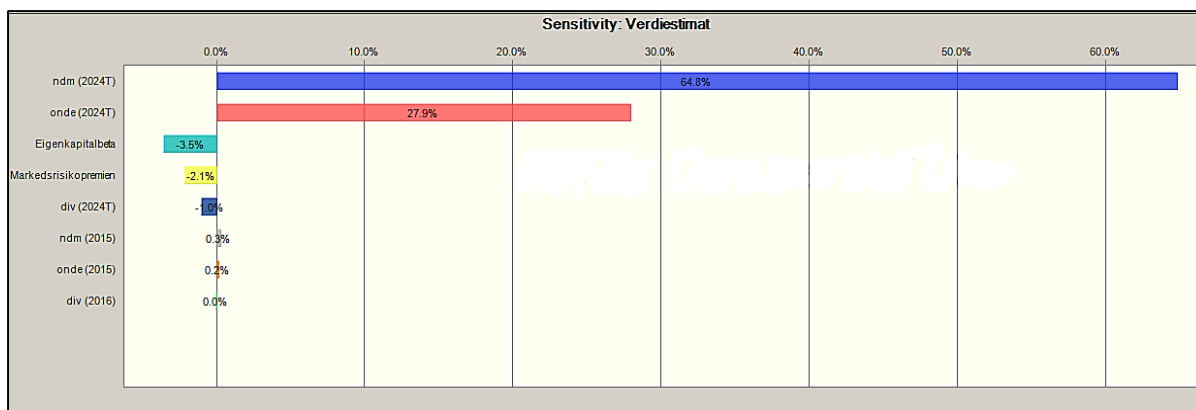
må jeg ta hensyn til konkurrisikoen, og usikkerheten knyttet til forutsetningene i modellen. Dette vil jeg se nærmere på i kapittel 11.5.

I verdsettelsen har jeg antatt at minoritetsrentabiliteten til Havfisk er lik minoritetskravet, slik at de budsjetterte minoritetsinteressene vil være lik virkelig verdi av minoritetsinteressene. Dette har gjort at jeg har sluppet å verdsette minoritetsinteressene. Dette vil ofte være en urimelig antagelse. Dersom virkelig verdi av egenkapitalen er større enn budsjettert verdi, så er det rimelig å tro at virkelig verdi av minoritetsinteressene er større enn budsjettert verdi, siden begge inneholder egenkapital fra de samme datterselskapene (Knivsflå, 2014). Minoriteten til Havfisk er derimot såpass liten, at jeg mener denne forenklingen uansett vil ha en ubetydelig effekt på verdsettelsen.

### 11.5 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Verdiestimatet jeg har funnet er et punkttestimat. Dette vil i prinsippet være forventet verdi basert på den forventede utviklingen i budsjettdriverne. Utviklingen i budsjettdriverne vil derimot være usikker, slik at verdiestimatet vil ha en fordeling rundt forventningsverdien basert på usikkerheten i budsjettdriverne (Damodaran, 2012). For å ta hensyn til denne usikkerheten, vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse av de viktigste budsjettdriverne for Havfisk. Her vil jeg synliggjøre usikkerheten ved å endre på kritiske budsjett drivere, og se hvordan dette slår ut i verdiestimatet (Rosenbaum & Pearl, 2013). I tillegg vil jeg benytte meg av simulering ved å bruke programmet Crystal Ball. Her vil jeg gjøre kritiske budsjett drivere til stokastiske variabler for å få frem fordelingen til verdiestimatet til Havfisk (Damodaran, 2012). De mest kritiske budsjettdriverne for Havfisk vil være knyttet til driften. Driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler vil derfor være de viktigste driverne for Havfisk sitt verdiestimat.

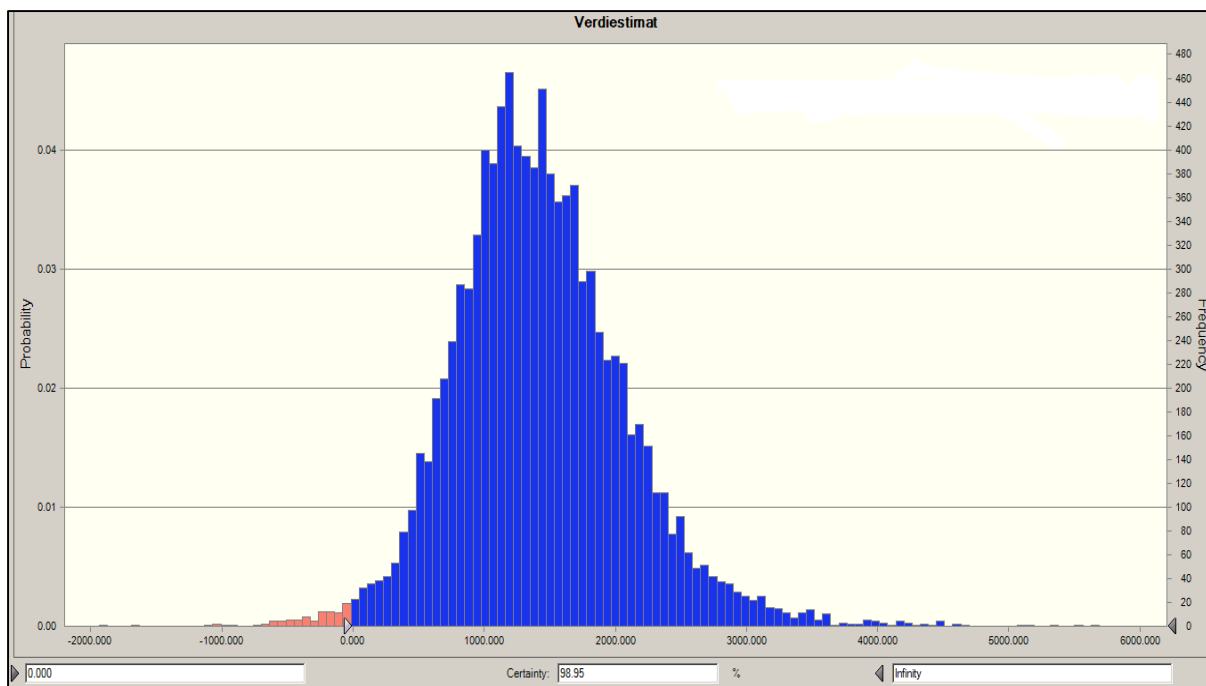
Første steg av analysen av usikkerhet i verdiestimatet bør være en sensitivitetsanalyse (McKinsey et al., 2010). Her vil jeg endre på ett og ett av inputene i verdsettelsesmodellen, for å se hvor sensitiv verdiestimatet er for endringer. En sensitivitetsanalyse gjennomført i Crystal Ball viser at den viktigste budsjettdriveren for Havfisk er netto driftsmargin i steady state (Figur 58). Denne forklarer det meste av variasjonen i verdiestimatet. I tillegg er verdiestimatet sensitivt ovenfor variasjon i omløpet for netto driftseiendeler og estimatet på egenkapitalbetaen.



Figur 58 - Sensitivitetsanalyse

I punkttestimatet fra kapittel 11.4 har jeg ikke tatt hensyn til konkursrisikoen til Havfisk. Estimaten viser derfor forventet verdi gitt fremdeles drift. For å kunne justere for konkursrisikoen må jeg først finne sannsynligheten for at Havfisk går konkurs. I kapittel 6 kom jeg frem til at Havfisk hadde en gjennomsnittlig rating på BB over analyseperioden. I kapittel 9 argumenterte jeg for at denne ratingen vil holde seg konstant over budsjettperioden. Basert på en syntetisk rating på BB, vil konkursrisikoen for Havfisk kunne estimeres som 1% (Knivsflå, 2014). Ved å gjennomføre en simulering der jeg gjør de mest kritiske budsjettdriverne stokastiske, kan jeg finne fordelingen til verdiestimatet, og dermed finne et eget estimat på konkursrisikoen. Jeg vil gjennomføre en simulering der jeg setter driftsinntektsveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og egenkapitalbetaen som stokastiske variabler. Denne fordelingen av verdiestimatet viser at det er 1,05% sannsynlighet for at verdien på egenkapitalen er lik null, slik at bedriften går konkurs (Figur 59).

Simuleringen kan i tillegg brukes til å se på den potensielle oppsiden og nedsiden av verdiestimatet på Havfisk sin egenkapital. Forventet verdi gitt fortsatt drift er punkttestimatet på 1372,5 millioner kroner. Sannsynligheten for at verdiestimatet blir lavere enn 80% av forventet verdi er 30,85%. Det er dermed 30,85% sjanse for at verdien per aksje er under 13 kroner. For den potensielle oppsiden er det en 33,37% sannsynlighet for at verdiestimatet er høyere enn 120% av forventet verdi. Dette tilsvarer en verdi på egenkapitalen på 1647 millioner kroner. Det vil dermed være en 33,37% sannsynlighet for at verdiestimatet er over 19,5 kroner per aksje (Figur 59).



Figur 59 – Fordeling av verdiestimat ved simulering

## 11.6 Oppsummering verdiestimat og usikkerhet

Basert på analysen av usikkerhet vil jeg justere punkttestimatet for konkurrisikoen. Etter simuleringsanalysen er jeg rimelig trygg på at en konkurrisiko på 1% gir et godt estimat for Havfisk. Verdien etter justering for konkurrisiko kan finnes som:

$$VEK = (1 - p) \times FVEK + p \times LVEK$$

Her kan virkelig verdi av egenkapitalen finnes som fundamentalverdien av egenkapitalen gitt fortsatt drift, ganger sannsynligheten for fortsatt drift (Knivsflå, 2014). Jeg har antatt at likvidasjonsverdien av egenkapitalen er tilnærmet lik null, da det er sjeldent at eierne sitter igjen med noe etter at kreditorene har fått sitt etter at en virksomhet har gått konkurs (Berk & DeMarzo, 2011). Dette vil spesielt gjelde for Havfisk som har en relativt høy gjeldsgrad. Det endelige verdiestimatet av egenkapitalen til Havfisk vil dermed være 1358,79 millioner kroner, noe som tilsvarer en kurs på 16,06 kroner per aksje. Dette tilsvarer et pris/bokforhold på 1,94 og et pris/fortjeneste-forhold på 16,06. Det endelige verdiestimatet må ha en strategisk forklaring (Knivsflå, 2014). Jeg har utarbeidet fremtidsregnskapet ved å fremskrive den strategiske fordelen til Havfisk, basert på den kvalitative innsikten fra den strategiske analysen i kapittel 4 og den kvantitative innsikten fra regnskapsanalysen i kapittel 5 til 8. Den strategiske fordelen i fremtidsbudsjettet er hovedsakelig skapt av den gearede ressursfordelen knyttet til flåtefornyingsprogrammet til Havfisk, jamfør kapittel 10.3.



## 12 Supplerende Verdivurdering

### 12.1 Rammeverk for verdivurdering med multiplikatormodellen

Jeg har valgt å gjennomføre en komparativ verdivurdering av Havfisk ASA i form av multiplikatormodeller for å supplere estimatet jeg har fått fra den fundamentale verdsettelsen. Formålet vil være å triangulere resultatet ved å bruke flere supplerende teknikker, slik at usikkerheten i estimatet reduseres. Jeg vil fokusere på egenkapitalmetoden, selv om at det kan argumenteres for at selskapskapitalmetoden er bedre da denne tar hensyn til forskjeller i kapitalstruktur (Rosenbaum & Pearl, 2013).

Det finnes både fordeler og ulemper ved komparativ verdivurdering. Den største fordelen er at det er lite ressurskrevende å gjennomføre. På grunn av at den er så enkel, kan den også være upresis. I tillegg vil den komparative verdivurderingen i stor grad være avhengig av sammenligningsgrunnlaget, slik at den som gjennomfører verdivurderingen kan ha stor frihet til å påvirke estimatet gjennom å endre på multiplikatorer eller de komparative virksomhetene. Komparativ verdivurdering blir også påvirket av tendensene i markedet. I et positivt marked, tenderer verdiene fra komparativ verdivurdering å bli for optimistiske. I nedgangstider derimot, kan estimatet bli for lavt. På denne måten kan komparativ verdivurdering være med på å forsterke bobletendenser i markedet. For å få et godt komparativt sammenligningsgrunnlag, bør man justere for fundamentale forhold som kapitalstruktur (Damodaran, 2012). Jeg har derimot valgt å gjøre en del praktiske forenklinger i gjennomførelsen av den komparative verdivurderingen, siden jeg hovedsakelig vil legge vekt på resultatene fra den fundamentale verdsettelsen. Blant annet vil jeg overse forskjeller i kapitalstruktur mellom Havfisk og sammenligningsgrunnlaget.

Jeg vil gjennomføre den komparative verdivurderingen i fem hovedsteg (Knivsflå, 2014). Det første steget er å finne en passende basis i multiplikatormodellen. Jeg vil bruke pris/bok-forholdet og pris/fortjeneste-forholdet i min analyse. Jeg har valgt å bruke Bloomberg sine estimat for neste års fortjeneste og pris/bok-forhold, slik at estimatet er mer representativt for fremtiden. Jeg vil i tillegg bruke den senest observerte prisen som er tilgjengelig (31.10.2014). Ved å bruke pris/bok og pris/fortjeneste får jeg en balanseorientert og en resultatorientert multiplikator.

Det neste steget er å finne komparative virksomheter som Havfisk skal sammenlignes mot. Siden det er få børsnoterte virksomheter i Hvitfiskindustrien vil jeg bruke et sammenligningsgrunnlag fra den norske sjømatnæringen. Jeg har valgt å sammenligne Havfisk med Marine Harvest, Grieg Seafood og Lerøy Seafood Group som alle er listet på Oslo Seafood index. Grunnen til at jeg ikke har med Domstein er at selskapet ble tatt av børs 4. November 2014, slik at jeg ikke har tilgang til neste års forward pris/fortjeneste-forhold fra en uavhengig kilde.

Steg 3 er å finne den komparative multiplikatoren. Jeg har valgt å bruke gjennomsnittet av Pris/Bok-foholdet og Pris/Fortjeneste-forholdet hos de komparative virksomhetene som multiplikator. Optimalt sett burde multiplikatorene justeres, siden Havfisk og de komparative virksomhetene har ulik drift. Jeg vil derimot gjøre en forenkling der jeg antar at gjennomsnittet gir en god nok multiplikator for denne analysen.

De to siste stegene er gjennomføringen av den komparative verdsettelsen, og eventuell handling på bakgrunn i resultatene. Jeg vil gjennomføre den komparative verdsettelsen i kapittel 12.2.

## 12.2 Verdivurdering ved multiplikatormodellen

Jeg har valgt å bruke Bloomberg sine estimater for det fremtidige Pris/Bok-forholdet og EPS for de komparative selskapene (Tabell 51). Her har jeg funnet implisitt pris/fortjeneste-forhold basert på dagens aksjekurs (31.10.2014) og fremtidig estimat for EPS. Mine egne estimat for Havfisk er forholdsvis like Bloomberg sine. Jeg har høyere estimert pris/bok og pris/fortjeneste enn Bloomberg. Grunnen til dette er at jeg har brukt estimatet fra den fundamentale analysen som pris. Dersom jeg bruker dagens aksjekurs, vil pris/bok være 1,73 og pris/fortjeneste 16,67, noe som er meget likt Bloomberg sine estimater.

<b>Bloomberg:</b>	<b>Dagens kurs</b>	<b>(P/E) * EPS</b>	<b>EPS-estimat</b>	<b>Implisitt P/E-estimat</b>	<b>P/B-estimat</b>
GSF	28.7	28.7	1.67	17.19	1.48
LSG	255.0	255.0	24.30	10.49	2.08
MHG	85.1	85.1	7.03	12.11	2.79
<b>Gjennomsnitt:</b>			<b>11.00</b>	<b>13.26</b>	<b>2.12</b>
HFISK	14.5	14.5	0.89	16.29	1.76
<b>HFISK (eget estimat)</b>	<b>14.5</b>	<b>16.1</b>	<b>0.87</b>	<b>18.56</b>	<b>1.92</b>

Tabell 51 – Bloomberg sine estimater for P/B og EPS 2015 (Bloomberg, 2014)

### 12.2.1 Pris/Bok-forholdet

Jeg vil først gjennomføre en komparativ verdsettelse basert på den balanseorienterte multiplikatoren Pris/Bok. Basisen i dette tilfellet vil dermed være den balanseførte egenkapitalen per aksje for Havfisk som er på 8,36 millioner kroner per aksje. Jeg vil bruke det gjennomsnittlige Pris/Bok-forholdet på 2,12 som Bloomberg har estimert for de komparative selskapene som multiplikator.

$$P = m \times B = 2,12 \times 8,36 = 17,7$$

Dette tilsvarer en pris per aksje på 17,7 kroner. Grunnen til dette økte estimatet er at gjennomsnittlig pris/bok-forhold er høyere hos de komparative selskapene enn hos Havfisk.

### 12.2.2 Pris/Fortjeneste-forholdet

Jeg vil også supplere med en komparativ verdsettelse basert på den resultatorienterte multiplikatoren pris/fortjeneste. Her vil basisen være EPS for Havfisk. Denne har jeg estimert til å være 0,87. Jeg har estimert multiplikatoren som det gjennomsnittlige pris/fortjeneste-forholdet hos de komparative virksomhetene. Denne er på 13,26, noe som er lavere enn estimatet for Havfisk.

$$P = m \times B = 13,26 \times 0,87 = 11,5$$

Dette gir et prisestimat på 11,5 kroner per aksje. Grunnen til at dette estimatet er lavere enn estimatet fra den fundamentale verdsettelsen, er at det er basert på et lavere pris/fortjeneste-forhold.

### 12.2.3 Oppsummering komparativ verdsettelse

Resultatene fra den komparative verdsettelsen spriker fra 11,5 til 17,7 kroner per aksje, noe som virker forholdsvis rimelig med tanke på estimatet fra den fundamentale verdsettelsen på 16,1 kroner per aksje. Usikkerheten i disse estimatene vil derimot være stor, spesielt siden jeg har gjort en del forenklinger ved å ikke justere for kapitalstruktur i verdsettelsen. Ved å velge et annet sammenligningsgrunnlag, kunne jeg fått resultater som skiller seg betraktelig fra de jeg har fått i denne verdsettelsen (Damodaran, 2012). Det er derimot ingenting ved resultatene fra den komparative verdsettelsen som gjør at jeg blir usikker på estimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Det virker logisk at Havfisk har et relativt høyt pris/fortjeneste-forhold. Dette indikerer at det er bygd inn forventninger til vekst i prisen til Havfisk (Berk & DeMarzo, 2011), noe som stemmer overens med at jeg har bygd inn en stor

strategisk fordel for Havfisk i fremtiden. Gjennomsnittlig pris/fortjeneste-forhold på Oslo Børs har siden 1958 vært på 11,8 (Knivsflå, 2014), mens mitt estimat fra den fundamentale verdsettelsen er på 18,56. Uten denne strategiske forankringen burde jeg justert ned pris/fortjeneste-forholdet fra den fundamentale verdsettelsen.

## 13 Oppsummering og Konklusjon - Handling

Kursutviklingen til Havfisk har vært stigende de siste fem årene, der dagens kurs er på 14,50 kroner (Figur 9). I den strategiske regnskapsanalysen konkluderte jeg med at Havfisk hadde hatt en svært liten strategisk fordel i analyseperioden, men at jeg ville vente at denne ville øke de nærmeste årene. Hovedgrunnen til dette er at fordelene knyttet til flåtefornyingsprogrammet ikke vil bli fullt ut reflektert i regnskapstallene fra analyseperioden. Jeg utarbeidet derfor et fremtidsregnskap med en stor strategisk fordel i begynnelsen av budsjettperioden, men som falt mot 1,85% i steady state (Figur 52).

På bakgrunn i dette fremtidsregnskapet utførte jeg den fundamentale verdsettelsen. Her kom jeg frem til en estimert aksjekurs på 16,10 kroner, etter at jeg hadde justert for konkursrisikoen. Det er derimot knyttet stor usikkerhet til dette estimatet. Ved å gjennomføre en simuleringsanalyse der jeg gjorde de mest kritiske budsjettdriverne om til stokastiske variabler, fant jeg ut at det er over 69% sannsynlighet for at verdiestimatet er høyere enn 13 kroner per aksje.

For å få et mer presist bilde av verdien til Havfisk har jeg gjennomført en enkel komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodeller. Ved å bruke pris/bok-forholdet som multiplikator, fikk jeg et verdiestimat på 17,7 kroner per aksje. Ved å bruke pris/fortjeneste som multiplikator, fikk jeg derimot et verdiestimat på 11,5 kroner. Resultatene fra den komparative verdsettelsen er svært usikre. Jeg vil derfor ikke legge for mye vekt på dem. Jeg vil heller bruke resultatene fra den komparative verdsettelsen som en sammenligning for resultatet fra den fundamentale verdsettelsen. Siden det endelige estimatet fra den fundamentale verdsettelsen ligger noenlunde midt mellom de to estimatene fra den komparative verdsettelsen, vil jeg konkludere med at dette estimatet virker rimelig.

Siden det er stor usikkerhet knyttet til det endelige verdiestimatet, vil jeg legge inn en feilmargin på 10% når jeg skal komme med en anbefaling for handling. På bakgrunn av dette vil jeg gi en salgsanbefaling dersom estimatet er lavere enn 13,05 kroner, og en

kjøpsanbefaling dersom estimatet er høyere enn 15,95 kroner. Siden mitt endelige verdiestimat er på 16,1 kroner per aksje, noe som tilsvarer en 11% økning fra dagens kurs, vil min endelige konklusjon være en kjøpsanbefaling på denne aksjen.

## Referanser

Aker Seafoods (2009) *Årsrapport 2009*. Aker Seafoods. Ålesund.

Aker Seafoods (2012) *Industry Handbook – The White Fish Industry 2012*. Aker Seafoods. Ålesund.

Barney, J. (1991) *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Journal of Management. Vol 17. No 1. (99-120).

Beaver, W.H. (2002) *Perspectives on Recent Capital Market Research*. The Accounting Review. 77. (April 2002), pp 453-474.

Benninga, S. (2008) *Financial Modeling*. 3rd ed. Massachusetts, MIT Press.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011) *Corporate Finance Global Edition*. 2<sup>nd</sup> ed. Boston. Pearson Education.

Bloomberg (2014) *Stocks and Indexes*. [Internet]. Tilgjengelig fra:  
<<http://www.bloomberg.com/markets/stocks/>>

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. (2011) *Investments and Portfolio Management*. 9<sup>th</sup> ed, New York, McGraw Hill.

Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets*. 3<sup>rd</sup> ed. New Jersey. John Wiley & Sons.

DKNVS & NTVA (2012) *Verdiskaping basert på productive hav I 2050*. Det Kongelige Norske Videnskabers Selskab DKNVS og Norges Tekniske Vitenskapsakademi NTVA.

DNB (2014) *Ratings of DNB Bank ASA*. [Internet]. Tilgjengelig fra:  
<<https://www.dnb.no/en/about-us/investor-relations/ratings.html>>

Domstein (2010) *Årsrapport 2010*. Domstein ASA. Måløy.

Domstein (2011) *Årsrapport 2011*. Domstein ASA. Måløy.

Domstein (2012) *Årsrapport 2012*. Domstein ASA. Måløy.

Domstein (2013) *Årsrapport 2013*. Domstein ASA. Måløy.

Domstein (2014) *Kvartalsrapport Q2 2014*. Domstein ASA. Måløy.

- Eilefsen, A., Knivsflå, K. H. & Sættem, F. (2001) *Earnings announcements and the variability of stock returns*. Scandinavian Journal of Management. 17. (187-200).
- Elton, E.J., Gruber, M.J., Brown, S.J. & Goetzmann, W.N. (2011) *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 8<sup>th</sup> ed. New Jersey, John Wiley & Sons.
- Ervik Havfiske (2014) *Fartøy*. [Internet]. Tilgjengelig fra:  
<<http://www.ervikhavfiske.no/index.php/fartoy>>
- FAO (2014) *The State of World Fisheries and Aquaculture 2014*. Rome. 223 pp.
- Gjerde, Ø., Knivsflå, K.H. & Sættem, F. (2010) *Evidence on Competitive Advantage and Superior Stock Market Performance*. Managerial and Decision Economics. 31. (277-301).
- Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999) *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademisk Forlag. Oslo.
- Grant, R.M. (2010) *Contemporary Strategy Analysis*. 7<sup>th</sup> ed. John Wiley & Sons. United Kingdom.
- Grossman, S.J. & Stiglitz, J.E. (1980) *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*. American Economic Review. 70. (June 1980).
- Havfisk (2010) *Årsrapport 2010*. Havfisk ASA. Ålesund.
- Havfisk (2011) *Årsrapport 2011*. Havfisk ASA. Ålesund.
- Havfisk (2012) *Årsrapport 2012*. Havfisk ASA. Ålesund.
- Havfisk (2013) *Årsrapport 2013*. Havfisk ASA. Ålesund.
- Havfisk (2014a) *Kvartalsrapport 2014 Q1*. Havfisk ASA. Ålesund.
- Havfisk (2014b) *Kvartalsrapport 2014 Q2*. Havfisk ASA. Ålesund.
- Hawawini, G., Subramanian, V. & Verdin, P. (2003) *Is Performance Driven by Industry or Firm-Specific Factors? A New Look at the Evidence*. Strategic Management Journal. 24. (1-16)
- ICES (2014) Report of the ICES Advisory Committee, *ICES Advice 2014 Book 3*. Copenhagen. International Council for the Exploration of the Seas.

- Imam, S., Barker, R. & Clubb, C. (2008) *The use of valuation models by UK investment analysts*. European Accounting Review, Volume 17 (Number 3). pp. 503-535.
- Jakobsen, E. & Lien, L. (2001). *Ekspansjon: strategi for forretningsutvikling*. Gyldendal fakta.
- Johnson, G. Whittington, R. & Scholes, K. (2011) *Exploring Strategy*. Ninth edition. Harlow. Prentice Hall.
- Jorion, P. (1986) *Bayes-Stein Estimation for Portfolio Analysis*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 21. 279-292.
- Knivsflå, K.H. (2014) *Forelesningsnotater I Strategisk Rekneskapsanalyse og Verdsettelse BUS440*. NHH. Bergen.
- Kontali Analyse (2013) *Groundfish World 2013*. Kristiansund. Kontali Analyse.
- Kontali Analyse (2014) *Groundfish World 2014*. Kristiansund. Kontali Analyse.
- Landbruks- og Matdepartementet (2011) *Mat, makt og avmakt – om styrkeforholdene i verdikjeden for mat*. Norges offentlige utredninger nr 4. Landbruks- og Matdepartementet.
- Lipczynski, J., Wilson, J.O.S. & Goddard, J. (2009) *Industrial Organisation Competition, Strategy, Policy*. 3<sup>rd</sup> Ed. Essex, Pearson Education.
- McGahan, A.M. & Porter, M.E. (1997) *How much does industry matter, really?* Strategic Management Journal. 18. (15-30).
- McKinsey and Company, Koller, T. Goedhart, M. & Wessels, D. (2010) *Valuation: Measuring and managing the Value of Companies*. 5th ed. New Jersey, John Wiley & Sons.
- Misangyi, V.F., Elms, H., Greckhamer, T. & Lepine, J.A. (2006) *A New Perspective on a Fundamental Debate: A Multilevel Approach to Industry, Corporate and Business Unit Effects*. Strategic Management Journal. 27. (571-590).
- Nergård (2009) *Årsrapport 2009*. Nergård AS. Tromsø.
- Nergård (2010) *Årsrapport 2010*. Nergård AS. Tromsø.
- Nergård (2011) *Årsrapport 2011*. Nergård AS. Tromsø.
- Nergård (2012) *Årsrapport 2012*. Nergård AS. Tromsø.



Nergård (2013) *Årsrapport 2013*. Nergård AS. Tromsø.

Nofima (2010) *Lurt med linefiske*. [Internet]. Tilgjengelig fra: <<http://forskning.no/fangst-fisk-klima/2010/04/lurt-med-linefiske>>

Norges Bank (2014a) *Inflasjon*. [Internet]. Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>>

Norges Bank (2014b) *Rentestatistikk*. [Internet]. Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/statistikk/rentestatistikk/>>

Norges Sjømatråd (2014a) *Månedstatistikk Januar 2012 – September 2014*. [Internet]. Tilgjengelig fra: <[http://www.seafood.no/Markedsinformasjon/Statistikk/\(stats\)/8809](http://www.seafood.no/Markedsinformasjon/Statistikk/(stats)/8809)>

Norges Sjømatråd (2014b). *Svak eksportvekst til tross for importforbud* [Internet]. Tilgjengelig fra: <<http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Svak-eksportvekst-til-tross-for-importforbud>>

Norsk olje & gass (2010) *Oljevern*. [Internet]. Tilgjengelig fra:<<http://www.norskoljeoggass.no/no/Faktasider/Miljo1/Oljevern/>>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2013) *Mangfold av vinnere. Næringspolitikken frem mot 2020*. St.meld. nr 39 (2012-2013). Oslo, Nærings- og fiskeridepartementet.

Oslo Børs (2014) *Statistikk – NIBOR*. [Internet]. Tilgjengelig fra: <<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Nibor>>

Palepu, K.G., Healy, P.M. & Peek, E. (2010) *Business Analysis and Valuation IFRS Edition*. 2<sup>nd</sup> ed. South-Western. Cengage Learning.

Patell, J.M. & Wolfson, M.A. (1984) *The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements*. Journal of Financial Economics. 13. (June 1984), pp.223-52.

Penman, S.H. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. International Edition. McGraw Hill. New York.

Pindyck, R.S. & Rubinfeld, D.L. (2009) *Microeconomics*. 7<sup>th</sup> ed. Pearson Educational International. New Jersey.

- Porter, M.E. (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors*. Free Press. New York.
- Porter, M.E. (1985) *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. Free Press. New York.
- PwC (2013) *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014*. Norsk Finansanalytikerers Forening og PwC.
- Roquebert, J.A., Phillips, R.L. & Westfall, P.A. (1996) *Markets vs Management: What 'Drives' Profitability?* Strategic Management Journal. 17. (653-664).
- Rosenbaum, J. & Pearl, J. (2012) *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*. 2<sup>nd</sup> ed, New Jersey, John Wiley & Sons.
- Rumelt, R.P. (1991) *How much does industry matter?* Strategic Management Journal. 12. (167-185).
- Røstberg, T., Steinsvik, E. & Sønnerland, B. (2001) *Resultatestimater: treffsikkerhet og verdirelevans: en analyse av treffsikkerheten og verdirelevansen til resultatestimater produsert av norske finansanalytikere*. Studentarbeid, Høgskolen i Bodø.
- Schmalensee, R. (1985) *Do markets differ much?* American Economic Review. 75. (341-351).
- Sintef (2014) *Lønnsom foredling av sjømat i Norge, Med fokus på teknologiutvikling og økt automatisering*. Sintef. Trondheim.
- SSB (2012) *Eksport og Import fra Kina*. [Internet]. Tilgjengelig fra: <<http://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/mindre-eksport-til-kina-men-mer-laks>>
- United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2013). *World Population Prospects: The 2012 Revision, Highlights and Advance Tables*. Working Paper No. ESA/P/WP.228.
- World Bank (2013). *Fish to 2030: Prospects for Fisheries and Aquaculture*. World Bank Report Number 83177-GLB. Washington DC. World Bank.
- WWF (2014) *Sjømatguiden 2014*. [Internet]. Tilgjengelig fra: <[http://www.wwf.no/dette\\_jobber\\_med/hav\\_og\\_kyst/sjomatguiden/](http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/sjomatguiden/)>

Yahoo Finance (2014) *Havfisk Historical Prices*. [Internet]. Tilgjengelig fra:  
<<https://uk.finance.yahoo.com/q/hp?s=HFISK.OL>>