

Verdsetting av Nord-Senja Fiskeindustri AS

av

Terje André Karlstad

og

Espen Ditløvsen Øverås



**Mastergradsoppgave i økonomi og administrasjon
studieretning bedriftsøkonomi
(30 studiepoeng)**

**Institutt for økonomi
Norges fiskerihøgskole
Universitetet i Tromsø**

Mai 2008

Forord

Det er med blandede følelser vi nå konstaterer at studenttilværelsen og tiden ved Universitetet i Tromsø nærmer seg slutten. Årene ved Norges fiskerihøgskole har vært både en spennende og lærerik periode. Vi har fått anledning til å fordype oss i mange interessante fag og spesielt fått en felles interesse for fagene verdsetting, finansiering og strategi.

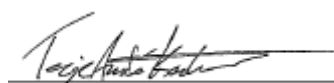
Da vi arbeider godt sammen ble vi tidlig enig i at vi skulle skrive mastergradsoppgaven vår sammen. Dette samarbeidet har fungert meget bra og vi vil med dette benytte anledningen til å takke hverandre.

En stor takk rettes til vår veileder Professor Terje Vassdal for gode innspill og konstruktive tilbakemeldinger underveis i prosessen. Videre vil vi takke daglig leder ved Nord-Senja Fiskeindustri AS, Egil Johansen for samarbeidet og velvilligheten til å bistå oss i denne oppgaven. Vi vil også takke guttene på kontoret og andre medstudenter.

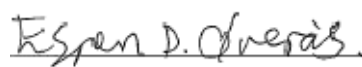
Terje ønsker spesielt å sende en stor takk til sin samboer Silje. Din støtte og oppmuntring underveis har vært uvurderlig. En stor hilsen går også til familien for all støtte og hjelp gjennom hele studietiden.

Espen vil benytte anledningen til å takke sin firbeinte sønn Felix André for tålmodigheten gjennom den siste tiden. Det å komme hjem til en som blir så glad har vært til stor inspirasjon for meg. Videre vil jeg takke familien hjemme i Lofoten for all hjelp og støtte gjennom studietiden.

Tromsø, mai 2008



Terje André Karlstad



Espen Ditløvsen Øverås

Sammendrag

I 1972 ble Nord-Senja Fiskeindustri AS etablert i Botnhamn av tre lokale gründere. De første tolv årene drev selskapet innefor konvensjonell fiskeindustri med saltfiskproduksjon som sin primæraktivitet, men i 1984 valgte de å gå inn i oppdrettsnæringen. Oppdrettsvirksomheten skulle i utgangspunktet være en sekundæraktivitet for selskapet, men ble de kommende årene stadig viktigere da marginene i fiskeindustrien ble lavere. I dag er det ikke lengre fiskemottaket som er primæraktiviteten til selskapet, men derimot oppdrettsvirksomheten. I 2007 stod denne enheten for 2/3 av driftsinntektene til NSF og i perioder med dårlig lønnsomhet subsidierer oppdrettsvirksomheten blant annet investeringer i produksjonsutstyr til fiskemottaket.

Etter at oppdrettskonsesjoner i 1991 ble fritt omsettelig har man sett en tendens til at oppdrettselskaper har blitt større i form av fusjoner og oppkjøp. I den sammenhengen har verdivurdering blitt mye viktigere. Det finnes mye litteratur innefor fagfeltet og det kommer stadig nye lærebøker, men det er enkelte metoder og modeller som går igjen. Kompleksiteten i modellene varierer, fra enkle multiplikatormodeller som P/E eller P/B til mer kompliserte modeller som diskontert kontantoverskudd til egenkapitalen eller total kapitalen. De sistnevnte modellene er kjent som kontantstrømsbaserte modeller. I disse modellene må en forholde seg til avkastningskrav til egenkapitalen og total kapitalen for å kunne beregne verdien på et selskap. Dette kan ofte være vanskelig, spesielt dersom selskapet en skal verdivurdere ikke er børsnotert.

I en verdivurdering er det mange faktorer å ta hensyn til. For å gjøre en grundig verdivurdering anbefales det at man utfører strategiske så vel som regnskaps og markedsanalyser. Dette vil gi en mer helhetlig vurdering av det aktuelle selskapet og dermed bygge opp under verdianslaget en kommer frem til. Analysen av markedene for fiskeindustri og oppdrett viser at det i fremtiden vil være et økt behov for sjømat. Frem mot 2030 har forskere fra FAO konkludert med at det vil være behov for en økning på 40 prosent i produksjon av sjømat for å dekke verdens etterspørsel. Den største etterspørselsveksten vil komme i Asia.

Verdivurdering er ingen eksakt vitenskap, men en kvalifisert gjetning om hvordan fremtiden vil utarte seg. Dette gjør at verdien en beregner seg frem til ofte er svært usikker. Det legges inn ulike forutsetninger om fremtidig vekst i poster som omsetning, varekostnad, lønnskostnad og lignende. Betragtninger bør skje på et så objektivt grunnlag som mulig, men ofte viser dette seg å være vanskelig. I sensitivitetsanalysen kommer usikkerheten i vurderingen tydelig frem. En mindre endring i avkastningskravet gir store utslag på selskapets verdi.

Etter grundige analyser av markedene, regnskapene og de interne og eksterne sidene ved NSF verdsettes egenkapitalen i selskapet til 74,5 millioner kroner.

Innholdsfortegnelse

Forord	I
Sammendrag	II
Figuroversikt	VI
Tabelloversikt	VII
1 Innledning.....	1
1.1 Problemstilling.....	2
2 Historien til Nord-Senja Fiskeindustri AS	3
2.1 Slik fremstår Nord-Senja Fiskeindustri AS i dag.....	8
3 Teori	15
3.1 Balansebaserte modeller.....	16
3.1.1 Substansverdi	16
3.1.2 Matematisk verdi	16
3.1.3 Likvidasjonsverdi	17
3.2 Multiplikatormodeller	17
3.2.1 Price/Earnings	17
3.2.2 Pris/bok.....	18
3.3 Kontantstrømbaserte modeller	18
3.3.1 Kapitalverdimodellen	19
3.3.2 Kapitalkostnadsmodellen	20
3.3.3 Gordons formel	21
4 Markedet.....	23
4.1 Markedet for oppdrettsnæringen	23
4.1.1 Lønnsomheten i bransjen.....	26
4.2 Markedet for fiskeindustri	28
4.2.1 Lønnsomheten i bransjen.....	30
5 Strategisk analyse	33
5.1 Intern analyse	33
5.1.1 Verdikjeden	33
5.1.1.1 Primæraktiviteter	34
5.1.1.2 Sekundæraktiviteter.....	36
5.2 Ekstern analyse.....	38
5.2.1 Trussel fra nye potensielle aktører i bransjen.....	39
5.2.2 Trussel fra substitutter	41
5.2.3 Kunders forhandlingsmakt	42
5.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt	43
5.2.5 Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter.....	44
5.2.6 Makroomgivelser	46
6 Regnskapsanalyse.....	53
6.1 Likviditetsanalyse.....	54
6.1.1 Likviditetsgrad 1	54

Innholdsfortegnelse

6.1.2 Likviditetsgrad 2	55
6.2 Soliditetsanalyse	57
6.2.1 Egenkapitalprosent	57
6.2.2 Gjeldsgrad	58
6.2.3 Rentedeckningsgrad	59
6.3 Rentabilitetsanalyse	60
6.3.1 Totalkapitalrentabilitet	60
6.3.2 Egenkapitalrentabilitet	62
6.3.3 Driftsmargin	63
6.4 Konklusjon av regnskapsanalysen	65
7 Estimering av fremtidig utvikling	67
7.1 Resultatregnskap for fremtiden	67
7.1.1 Profittsenter Fiskeindustri	67
7.1.2 Profittsenter Oppdrett	69
7.2 Balanseregnskap	71
7.3 Kontantoverskudd til totalkapitalen	74
7.3.1 Profittsenter Fiskeindustri	76
7.3.2 Profittsenter Oppdrett	77
8 Verdsetting av Nord-Senja Fiskeindustri AS	79
8.1 Kontantstrømsbasert modell	79
8.1.1 Beregning av kapitalverdimodellen	79
8.1.2 Beregning av totalkapitalkostnaden	82
8.1.3 Verdsetting av Profittsenter Fiskeindustri	83
8.1.4 Verdsetting av Profittsenter Oppdrett	84
8.2 Balansebasert modell	87
8.2.1 Likvidasjonsverdi	87
8.2.2 Profittsenter Fiskeindustri	87
8.2.3 Profittsenter Oppdrett	89
9 Sensitivitetsanalyse	91
9.1 Sensitivitetsanalyse Profittsenter Fiskeindustri	93
9.2 Profittsenter Oppdrett	95
10 Diskusjon	99
11 Konklusjon	103
Litteraturliste	105
Appendiks	VIII
Resultatregnskap Nord-Senja Fiskeindustri AS	VIII
Balanse (eiendeler) Nord-Senja Fiskeindustri AS	IX
Balanse (egenkapital og gjeld) Nord-Senja Fiskeindustri AS	X
Balanse (eiendeler) Profittsenter Oppdrett	XI
Balanse (egenkapital og gjeld) Profittsenter Oppdrett	XII
Balanse (eiendeler) Profittsenter Fiskeindustri	XIII
Balanse (egenkapital og gjeld) Profittsenter Fiskeindustri	XIV

Figuroversikt

Figur 1: Kart over Senja og Botnhamn hvor NSF er lokalisert (Finn, 2008).....	3
Figur 2: NFSs posisjon i verdikjeden, samt deres eierandeler	12
Figur 3: Norsk produksjon av laks (Eksportutvalget for fisk, 2008a).....	24
Figur 4: Gjennomsnittspris (nominelle tall) og solgt mengde laks (Vassdal, 2008).....	27
Figur 5: Driftsmargin og totale investeringer (Fiskeridirektoratet, 2003, 2005, 2007).....	28
Figur 6: Norsk totalfangst av fisk og skalldyr (SSB, 2008)	29
Figur 7: Gjennomsnittspris og produsert mengde norsk saltfisk (Vassdal, 2008)	30
Figur 8: Utviklingen i driftsmargin (Bendiksen, 2007, 2008).....	31
Figur 9: Verdikjeden fritt etter Porter (1985).....	34
Figur 10: Porters Five Forces, fritt etter Porter (1980).....	38
Figur 11: Gjennomsnittspris for norsk laks (per kg sløyd) (Vassdal, 2008).....	47
Figur 12: Utviklingen i gjennomsnittspris for norsk saltfisk (Vassdal, 2008)	49
Figur 13: Likviditetsgrad 1	55
Figur 14: Likviditetsgrad 2.....	56
Figur 15: Egenkapitalprosent	58
Figur 16: Gjeldsgrad.....	59
Figur 17: Rentedeckningsgrad	60
Figur 18: Totalkapitalrentabilitet.....	61
Figur 19: Egenkapitalrentabilitet.....	63
Figur 20: Driftsmargin	64
Figur 21: Sannsynlighetsfordeling av simulert verdi Profittsenter Fiskeindustri	93
Figur 22: CDF, fem ulike scenarioer Profittsenter Fiskeindustri	94
Figur 23: PDF av simulert verdi Profittsenter Oppdrett.....	95
Figur 24: CDF, fem ulike scenarioer Profittsenter Oppdrett.....	96
Figur 25: Sannsynligheten av simulert verdi ved fire variabler Profittsenter Oppdrett	97

Tabelloversikt

Tabell 1: Driftsinntekter 2006 (Johansen, 2008).....	9
Tabell 2: Driftsmargin (Brønnøysundregistrene, 2008).....	13
Tabell 3: Hvem får pengene? Basert på 2006 regnskapet.....	13
Tabell 4: Oversikt laksesykdommer (Vassdal, 2007)	50
Tabell 5: Gjennomsnittlig lånerente	62
Tabell 6: Fremtidsregnskap Profittsenter Fiskeindustri	73
Tabell 7: Fremtidsregnskap Profittsenter Oppdrett.....	74
Tabell 8: Varige driftsmidler og avskrivninger.....	75
Tabell 9: Arbeidskapital	75
Tabell 10: Investeringer og endringer i arbeidskapital Profittsenter Fiskeindustri.....	76
Tabell 11: Kontantoverskudd til totalkapitalen Profittsenter Fiskeindustri	76
Tabell 12: Investeringer og endringer i arbeidskapital Profittsenter Oppdrett.....	77
Tabell 13: Kontantoverskudd til totalkapitalen Profittsenter Oppdrett.....	77
Tabell 14: Aritmetisk gjennomsnittlig beta for Profittsenter Fiskeindustri	80
Tabell 15: Aritmetisk gjennomsnittlig beta for Profittsenter Oppdrett	80
Tabell 16: CAPM	81
Tabell 17: WACC.....	82
Tabell 18: WACC (2. iterasjon)	85
Tabell 19: WACC (3. iterasjon)	85
Tabell 20: Verdi egenkapital Profittsenter Fiskeindustri	85
Tabell 21: Verdi egenkapital Profittsenter Oppdrett	86
Tabell 22: Korrigert balanse Profittsenter Fiskeindustri	88
Tabell 23: Likvidasjonsverdi Profittsenter Fiskeindustri	89
Tabell 24: Korrigert balanse Profittsenter Oppdrett.....	89
Tabell 25: Likvidasjonsverdi Profittsenter Oppdrett.....	90
Tabell 26: Standardavvik i prosent av kontantstrøm til totalkapitalen.....	91
Tabell 27: Fem ulike scenarioer Profittsenter Fiskeindustri	93
Tabell 28: Sannsynlighet for verdien av profittsenteret Profittsenter Fiskeindustri	94
Tabell 29: Fem ulike scenarioer Profittsenter Fiskeindustri	95
Tabell 30: Sannsynlighet for verdien av profittsenteret Profittsenter Oppdrett.....	96

1 Innledning

Norge har lange tradisjoner innen fiske og havbruk. Fiskeri har vært en forutsetning for bosetningen i Norge og da især Nord-Norge. Disse bransjene har opplevd store teknologiske utviklinger som har vært med på å endre forutsetningene for driften. En av de større endringene som har skjedd er inntreden av fiskeoppdrett og med den kom en ny æra til industrien. Oppdrett har blitt en av Norges viktigste eksportnæringer og er i dag viktig for verdiskapingen langs norskekysten.

Vi har valgt å skrive en mastergradsoppgave innen fagområdet verdsetting, da dette er noe vi begge har stor interesse av å fordype oss i, samt tilegne oss mer kunnskap om. Det er flere aspekter ved fagområdet som tiltaler oss og som gjør at vi har valgt nettopp dette. Vi får jobbet med flere av de fagene vi har hatt størst interesse av ved Norges fiskerihøgskole. Både strategi, finansiering og regnskap er naturlige deler av en verdsettingsprosess. Fagområdet verdsetting er mye diskutert i dag og man hører ofte om fusjoner og oppkjøp gjennom media. Vi tror at dette også er et område som vil bli mer aktualisert i årene som kommer.

Det hele startet med at vi kom i kontakt med Barlindhaug Norfico. De hjalp oss med å finne en passende samarbeidsbedrift. Barlindhaug Norfico har et stort nettverk i Nord-Norge og var interessert i å hjelpe oss. Via dem kom vi i kontakt med Nord-Senja Fiskeindustri AS og daglig leder Egil Johansen. Selskapet var interessert i å delta i vårt prosjekt og stilte velvillig opp.

Nord-Senja Fiskeindustri AS er en spennende nordnorsk fiskeribedrift med en 30 års lang historie. Selskapet ble stiftet for å drive innen konvensjonell fiskeindustri. Det har imidlertid skjedd store endringer siden oppstarten. NSF tok i 1984 steget over i en ny bransje da selskapet ble tildelt sin første oppdrettskonsesjon. Siden den gang har oppdrettsdelen av selskapet fått stadig større påvirkning på bedriftens samlede resultater og i dag står den for 2/3 av de totale inntektene.

Vi har basert oppgaven vår hovedsakelig på regnskaper fra bedriften og markedstall. Utover dette har bedriften bistått oss med utfyllende informasjon og store deler av det første kapittelet er basert på et intervju med daglig leder ved Nord-Senja Fiskeindustri AS, Egil Johansen.

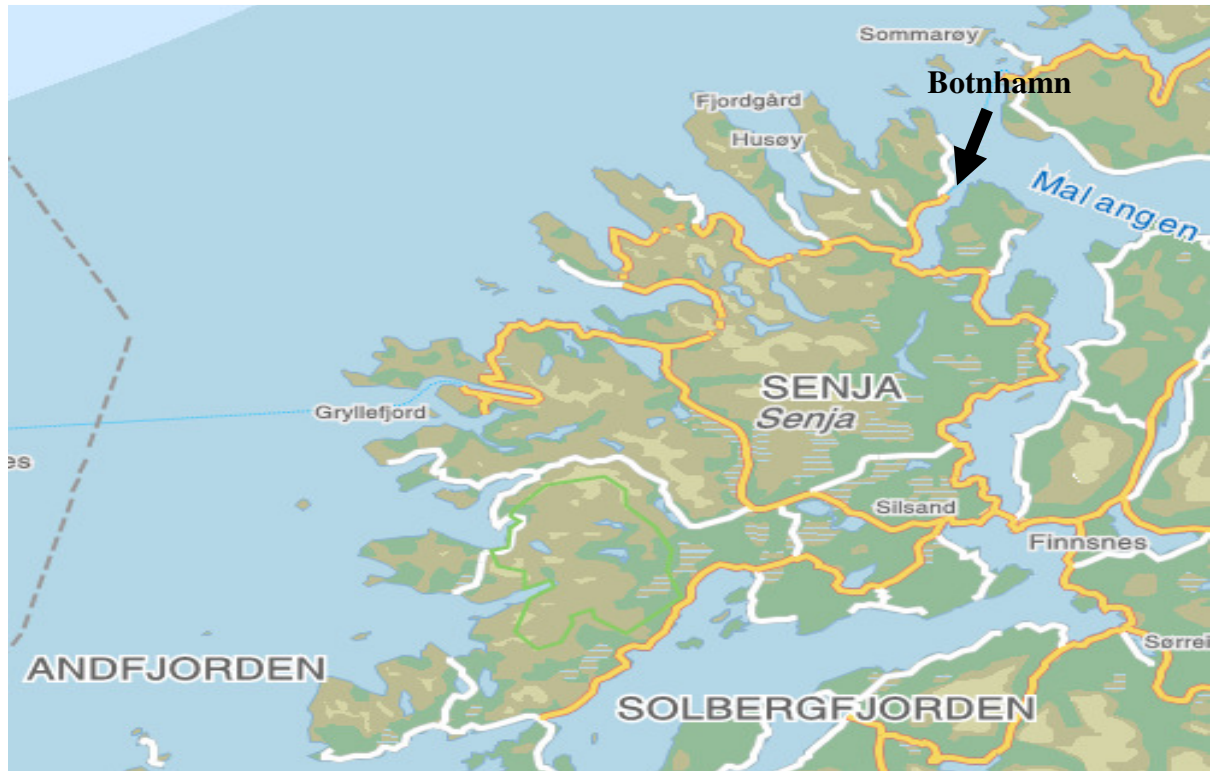
Denne oppgaven kan være av interesse for flere parter. Næringen, kreditorer, potensielle investorer og selskapet selv er naturlige målgrupper for oss. En verdivurdering kan være til hjelp for ledelsen i selskapet på flere måter. De mest åpenbare er ved strategiske avgjørelser, søknader om kreditt eller ved reforhandling av lånebetingelser.

1.1 Problemstilling

Oppgaven har følgende problemstilling:

”Hva er verdien av Nord-Senja Fiskeindustri AS, og hvilken enhet i bedriften er den viktigste verdidriveren?”

2 Historien til Nord-Senja Fiskeindustri AS



Figur 1: Kart over Senja og Botnhamn hvor NSF er lokalisert (Finn, 2008)

8. mai 1972 ble Nord-Senja Fiskeindustri AS stiftet. Selskapet har sine lokaliteter i Botnhamn på Nord-Senja. Nord-Senja Fiskeindustri (NSF) ble startet av to lokale fiskere og handelsmannen på stedet. Dette var Einar Johansen og Rolf Hansen, samt Per Aaker som drev landhandelen i bygda. De hadde sett seg lei på at det ikke fantes et skikkelig fiskemottak i Botnhamn og mente det var på høy tid at bygda fikk sitt eget lokale mottak. Med et eget mottak i bygda ville jobben til fiskerne forenkles betraktelig. Slik situasjonen var på den tiden hadde folk tilhørighet og bodde i bygda, men nesten ingen hadde sitt arbeid der. De fleste fiskerne pendlet til og fra Botnhamn, men ved opprettelsen av mottaket kunne de både bo og jobbe i bygda.

Veien frem til en etablering av NSF skulle imidlertid vise seg å bli en lang kamp mot blant annet banker og offentlige organer. Mange mente at kapasiteten på eksisterende fiskemottak i området var god nok, og de påpekte at det fantes flere fiskemottak både i Øyfjord og på Sommarøy. Det å få finansiering skulle også vise seg å bli vanskelig for de tre gründerne. Statens Fiskarbank ville ikke gi dem lån. Bankene på Gibostad og Finnsnes var heller ikke

villig til å hjelp med startkapital. Redningen deres ble Hillesøy Sparebank på Sommarøy som innvilget et lån på én million kroner. Etter hvert fikk de også tilskudd fra Distriktenes Utbyggingsfond.

Selv om det var mye motbør i starten, fikk gründerne mye støtte fra innbyggerne i bygda. Men også andre instanser hjalp velvillig til i etableringsfasen, som Fiskerinemnda i Lenvik. De laget en utredning om hvor viktig en nyetablering i Botnhamn var. Denne sendte de blant annet til Statens Fiskarbank og Distriktenes Utbyggingsfond. Botnhamn fiskarlag skrev også på vegne av etablererne;

”Da næringslivet er temmelig ensidig knyttet til fiske og andre interesseorganisasjoner stort sett mangler her i bygda, er det etter hvert blitt til at fiskarlaget er den organisasjonen som ivaretar hele befolkningens tarv... Etter fiskarlagets oppfatning vil derfor den fremtidige bosetning her helt eller i stor grad være avhengig av drift ved Nord-Senja Fiskeindustri AS” (Hanssen, 1997 s.13).

Den første fisken ble levert på selveste lille julaften 1972 av gründeren Einar Johansen. Fra denne dagen har Nord-Senja Fiskeindustri AS bidratt til sysselsetting av mange mennesker og bedriften har vært et positivt bidrag til å trygge bygdas eksistens og videre utvikling. De mange skeptikerne ble raskt stille, og statistikken fra Råfisklaget viser helt klart at det var grunnlag for et fiskemottak i Botnhamn.

Utdrag fra Norges Råfisklag statistikk: (Hanssen, 1997 s.16-17)

<u>Kjøpt fiskeråstoff i årene 1975 til 1977:</u>	1975/kg	1976/kg	1977/kg
<i>Nord-Senja fiskeindustri, Botnhamn:</i>	<i>1 134 000</i>	<i>1 416 000</i>	<i>1 900 000</i>

<u>Gjennomsnitt for årene 1975 – 1977:</u>	
<i>Nord-Senja fiskeindustri, Botnhamn:</i>	<i>1 483 334</i>

Med et snittkvantum på 1 483 334 kg på tre år, ble NSF fjerde største fiskekjøper i Lenvik kommune. De var større enn blant annet A. Nergård Fiskeindustri i Senjahopen og Lenvik Fiskeindustri i Kårvik Hamn.

Her følger noen viktige årstall i Nord-Senja Fiskeindustri AS historie:

1971:

- Botnhamn Vannverk får tilslutning om 250 000 kr i støtte fra Fiskeridepartementet, med forbehold om at det nye fiskebruket Nord-Senja Fiskeindustri AS etableres. Landbruksdepartementet gir også tilskudd.

1972:

- Sprengningsarbeid og utfylling av Hamneskjær ferdigstilles. Bygging av kai for båter opp til 60 fot, samt bygging av murbygg i to etasjer igangsettes.
- Distriktenes Utbyggingsfond avslår søknad om tilskudd.
- Hillesøy Sparebank gir lån på én million kroner.
- Einar Johansen på "M/K Johan Martin" leverer i desember den første fangsten til NSF.
- Tilkobling av vannverket.

1976:

- Bedriften får lån og tilskudd på 600 000 kr. Disse skal brukes til redskapshus og maskiner.

1978:

- Styret innser at det er behov for å knytte til seg flere lokale båter, og gir lån til lokale fiskere for kjøp av båt.
- En av gründerne, Rolf Hansen går bort. Hans kone overtar styreplassen, og hans eierandel, (1/3).

1979:

- NSF søker om konsesjon for å drive med filetproduksjon.

1983:

- Fryselageret og andre lager bygges ut.
- Aksjekapitalen økes fra de opprinnelige 150 000 kr til 270 000 kr. Dette kommer som en direkte følge av utbyggingen.

1984:

- Det blir vedtatt å søke om oppdrettskonsesjon og søknaden innvilges. I den forbindelse opprettes Nord-Senja Aqua AS, med en aksjekapital på 100 000 kr. Selskapet eies 100 prosent av NSF. Det ble senere fusjonert inn i NSF.

1986:

- Det slaktes 43 000 kg laks dette året. Samme år kjøpes det egen båt til oppdrettsvirksomheten.

1987:

- Det vedtas i generalforsamlingen at det skal gis lån til enda en lokal fisker for kjøp av fiskebåt.

1988:

- Ytterligere et lån innvilges til kjøp av fiskebåt. Også dette lånet går til en lokal fisker.
- Et omfattende vedlikeholdsarbeid settes i gang. Det legges betongdekke på kaia og redskapshusene blir utvidet. Det kjøpes inn elektronisk vekt for bruk i produksjonen. De setter også i gang prosessen med å bli et miljøslakteri.
- Bedriften får ny logo etter en konkurranse som blir vunnet av Ruth Sletteng.

1991:

- Det blir bygget nytt isanlegg. Det kjøpes inn hydraulisk kaikran.

1992:

- Det gis nye lån til lokale fiskere.

1993:

- Det bygges nytt garderobeanlegg og nytt rom for flekkelinjen. Bedriften får nye kontorer.
- Enda et lån blir gitt til en lokal fisker til kjøp av fiskebåt.

1994:

- Det blir kjøpt ny båt til oppdrettsanlegget i Baltsfjord.
- Bedriften bygger egen funksjonærbolig.

1999:

- Oppdrettskonsesjon nummer to tas i bruk.

2001:

- Familien Bergheim / Sletteng selger sin eierpost i NSF (33,33 %).
- Norway Royal Salmon AS kjøper denne aksjeposten og blir med denne største enkeltaksjonær i selskapet.

2004:

- Havari på merder i september som påfører bedriften betydelige tap.

2007:

- Brødrene Egil og Morten Johansen kjøper hver sin eierpost i NSF på henholdsvis 16,67 % og 16,54 %. Denne posten overtar de fra sin mor Helene Johansen.
- NSF inngår samarbeidsavtale med Wilsgård Fiskeoppdrett AS og Nor Seafood AS om oppstart av Skardalen Settefisk AS.

2.1 Slik fremstår Nord-Senja Fiskeindustri AS i dag

Nord-Senja Fiskeindustri AS består i dag primært av tre deler:

- Fiskemottak
- Lakseoppdrett
- Slakteri

I tillegg tilbyr NSF en del tilleggstjenester til fiskerne. Det er salg av diesel, arbeidsklær, agn til fiskeflåten og lignende. NSF har også egne egnerbuer og leiligheter som fiskerne kan disponere. Bedriften har de senere år brukt mye penger på slik ekstra service til fiskerne. Egil Johansen, daglig leder ved NSF, sier at da bedriften ligger et stykke unna de tradisjonelle landingsstedene for fisk som Husøya og Senjahopen, må de kunne tilby noe mer enn de andre fiskemottakene. Det er vanskelig å konkurrere på pris, bedriftens fortjeneste blir da raskt borte. De har derfor valgt å satse på en lojal og lokal fiskeflåte. Dette gjenspeiler seg i alle lånene bedriften har gitt til kjøp av fiskebåter opp gjennom årene. I tillegg er NSF godkjent som internasjonal havn etter standardene som er gitt i International Ship and Port Facility Security (ISPS).

Hovedbeskjeftigelsen til bedriften er i dag lakseoppdrett, men som vi ser av tabell 1 kommer ca 1/3 av driftsinntektene fra fiskemottaket. I følge Johansen satser de mest på oppdrett, men han sier at det er godt å ha andre driftsinntekter. Dette kommer spesielt til syne i dårlige lakseår. ”Da er det godt å ha flere bein å stå på”, kommenterer han. Bedriften er også medeier i eksportfirmaet Unicod AS. Dette firmaet er en samling av flere mindre familiebedrifter fra Trøndelag i sør til Finnmark i nord. Vi vil komme nærmere inn på dette selskapet senere i oppgaven.

Driftsinntekter for 2006

	Kilo	Kroner
Salt Torsk	412 381	15 477 220
Salt Sei	75 307	965 065
Annen Saltfisk	13 784	207 777
Fersk fisk	30 087	996 303
Hyse	162 669	2 429 307
Fersk Torsk	28 403	737 706
Blåkveite	60 067	1 791 005
Dyrefór	287 755	172 653
Biprodukter	97 189	1 788 249
Sum hvitfisk	1 167 640	24 565 285
Sum laks	1 835 349	49 552 233
Sum fisk	3 002 988	74 117 518
Annet	484 792	1 755 491
Sum totalt	3 487 780	75 873 009

Tabell 1: Driftsinntekter 2006 (Johansen, 2008)

I posten ”Annet” finner vi hovedsakelig salg av diesel, men også smøreolje, agn og fiskeredskaper. Som vi ser av tallene utgjør oppdrettsvirksomheten ved bedriften den største delen av driftsinntektene, ca 2/3.

Bedriften er med i store deler av verdikjeden. NSF er medeier i et settefiskanlegg i Skardalen. Derfra føres fisken til deres lokaliteter ved Botnhamn, hvor den står i merder i ca 18 -24 måneder. Når fisken har nådd ønsket størrelse blir den transportert inn til slakteriet, hvor den blir prosessert videre. Tidligere slepte bedriften merdene til kaia for å holde kostnadene nede, mens de nå bruker sin egen kombibåt til transport av fisken. Johansen fortalte at leie av brønnbåt koster bedriften ca 60-70 øre per kg, mens ved slep av merder kunne de holde kostnadene nede på ca tre til fem øre per kg. NSF har en tilleggskonsesjon på 45 tonn ved kaia. Denne ble benyttet når de tidligere slepte merdene til kaia for slakting. Men bedriften har opparbeidet seg mye erfaring gjennom 35 års drift og det har vist seg at det var mye enklere og billigere å bruke kombibåten til transport av laksen. Selv ved bruk av båten klarer de å holde kostnadene nede på rundt fem til sju øre per kg.

Det har vært en enorm teknologisk utvikling i næringen de senere år. Denne har NSF fulgt nøye med på, noe som har ført til at slakteriet deres er blitt svært effektivt. Ved starten for 20 år siden slaktet de seks tonn per dag. På den tiden jobbet det rundt 20 personer på slakteriet. I dag slaktes det opp mot 20 tonn per dag med bare syv ansatte.

Nord-Senja Fiskeindustri eier som nevnt to oppdrettskonsesjoner, med en total maksimal tillatt biomasse (MTB) på 1 800 tonn. De slakter hovedsakelig all sin laks på senhøsten og tidlig på vinteren, blant annet fordi de driver med mottak av annen fisk i vintersesongen. En annen grunn er at bedriften bruker de samme ansatte på slaktingen som på fiskemottaket. *”Det handler om å være fleksibel. En må hele tiden kunne gjøre de endringene som er nødvendig, slik at en overlever”*, sier Johansen. Med dagens krav til effektivitet og produktivitet er det enkelt å se for seg problemstillingene deres. *”Vi er avhengig av å bruke de samme menneskene i de ukene der vi mottar/produserer 236 850 kg fisk, som i de ukene der vi bare har 3 532 kg i produksjonen.”* Johansen mener at en av grunnene til at de har overlevd er at de er så fleksible som de er. Ved å ikke ansette for mange, klarer de alltid å finne noe å gjøre til de som er på jobb. Med en slik filosofi slipper de å permittere ansatte når aktiviteten er lav. Det skal også nevnes at i de travleste ukene benytter NSF seg av skoleelever og annen tilgjengelig arbeidskraft i Botnhamn. *”Dette er en del av vår fleksibilitet, og overlevelses strategi,”* sier Johansen.

Bedriften benytter seg av fem forskjellige lokaliteter i driften av oppdrettsanlegget. Dette er et minimum av hva en kan drifte på, når en tar hensyn til faktorer som at lokaliteter skal ligge brakk i to måneder etter slakting. En annen utfordring er sykdommer. Ved påvisning av Infeksiøs Lakseanemi (ILA) skal lokalitetene brakklegges i seks måneder i følge Mattilsynet lengre perioder (Knutsen, 2004). NSF opererer i dag med 14 merder, hver med en omkrets på 70 meter. I tillegg til disse skal bedriften om kort tid investere i seks til syv nye merder med en omkrets på 80/90 meter. De gamle merdene var runde og av plast. Dette er noe NSF har vært fornøyd med og de velger derfor å satse videre på samme type.

Tradisjonelt har NSF hatt et nøkternt forhold til investeringer. Johansen poengterer imidlertid at de er nødt til å følge med på utviklingen å investere i nytt produksjonsutstyr hvis de skal klare å henge med i konkurransen fra markedet. Av den grunn har bedriften de siste årene sett seg nødt til å gjøre flere investeringer for å fornye seg på teknologisiden. Det er brukt større summer til nye fortøyninger på merdene og anleggene som ligger i havet. Dette er noe de er

pålagt i henhold til lover og forskrifter. De har kjøpt nye flekkemaskiner til saltfiskproduksjonen, ny sløyemaskin til lakseslaktingen, nye trucker og robot til løfting av ferdigpakkede esker for å nevne noe.

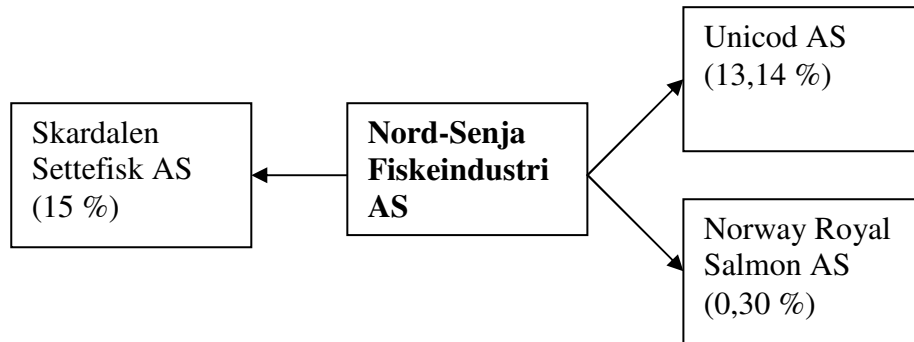
NSF har i dag en helt ny båt under bygging. Denne båten har en totalkostnad på 5 millioner kroner og skal være leveringsklar våren 2008. Johansen forteller at dette er en spesiell båt i form av at den vil være en kombinert fôr og brønnbåt med total lastekapasitet på 81 tonn fôr. Båten vil ha en lengde på 14,99 m og en bredde på 7,50 m. ” *Det blir spennende å se om den fungerer slik vi håper. Det er ingen andre som har en slik type båt, men av og til må en våge å prøve noe nytt,*” sier Johansen.

NSF er som nevnt medeier i eksportfirmaet Unicod AS. Dette firmaet driver med eksport av saltfisk, tørrfisk og biprodukter til Europa. Selskapet ble stiftet i oktober 2006 og er som nevnt et samarbeidsprosjekt mellom ti familieeide fiskeribedrifter. Johansen forteller at produsentene tradisjonelt har vært alt for dårlig til å markedsføre seg mot kjøperne ute i Europa. Dette har ført til at produsentene solgte fisken sin til forskjellige kjøpere hver gang. Noe som har gitt store prisforskjeller på hvert parti som er solgt til Europa. Ved bruk av denne metoden har en heller ikke klart å skape noen form for relasjoner til kundene sine. Det har ikke eksistert noen form for tillit mellom aktørene og produsentene har i tillegg vært for dårlig til å reise ut på kundebesøk. Noe som har ført til uenigheter rundt kvalitet og pris etter at fisken har ankommet kjøper. Ved hjelp av Unicod har produsentene klart å opprette gode relasjoner til sine kjøpere. Det eksisterer nå en gjensidig respekt mellom aktørene og lojaliteten dem i mellom er sterkere enn tidligere. Dette fører til at det har blitt mindre diskusjon om kvaliteten på fisken, samt at begge parter er enige om utvalget (surtido) som blir levert.

Nord-Senja Fiskeindustri er som tidligere nevnt medeier i Skardalen Settefisk AS. Dette er et samarbeid de har sammen med Wilsgård Fiskeoppdrett AS og Nor Seafood AS. Gjennom sin eierpost i Skardalen har NSF sikret seg en opsjon på levering av opp til 1/3 av produsert mengde settefisk. Gjennom denne samarbeidsavtalen er de per i dag tilnærmet selvforsynt med den fisken de trenger.

I 2001 kom det Trondheimsbaserte salgs- og innkjøpselskapet Norway Royal Salmon AS (NRS) inn på eiersiden i NSF. Selskapet er den største enkeltaksjonæren i NSF med en eierandel på 33,33 prosent. NRS eies igjen hovedsakelig av små og mellomstore uavhengige

oppdrettsbedrifter og deres hovedoppgave er å markedsføre og selge eiernes produkter. De bistår også til kvalitetsforbedrende tiltak, koordinering av felles innkjøp (hovedsakelig fôr), samt videreutvikling av medlemsbedriftene. Dette er driftsfremmede tiltak som NFS har dratt nytte av etter at NRS kom inn som eier.



Figur 2: NFSs posisjon i verdikjeden, samt deres eierandeler

Figur 2 viser NSF slik de fremstår i dag, med sin settefiskleverandør Skardalen Settefisk AS, hvor de har en eierandel på 15 prosent. I tillegg har de eierandeler i to ulike salgskanaler, Unicod AS med 13,14 prosent, samt Norway Royal Salmon AS med en 0,30 prosents eierandel. Disse to står for størstedelen av salget av laks og saltfisk for NSF. Utover disse aksjepostene har NSF også noen små eierandeler i en del andre selskaper som Botnhamn Vannverk AL, Malangsforbindelsen AS, Fryserienes Fôromsetning AL, Senja Fiskehelsetjeneste AS, Botnhamn Bensin AS og en liten post i Norfra AS. Eierposten i Norfra AS relaterer seg til tiden før Unicod AS ble etablert. I perioder ble Norfra AS benyttet som salgskanal for saltfisk produsert av NSF. Dette er eierandeler som ikke har noe direkte med driften å gjøre og verdien av disse er relativt lav.

Lønnsomheten i bransjen varierer gjennom verdikjeden, da særlig for eksportleddet. Som Egil Johansen fortalte skal Unicod ikke sitte igjen med de store profittene, disse skal tilfalle produsentene direkte (Johansen, 2008). Da Unicod kun har vært i drift siden oktober 2006 er det for tidlig å konkludere hvordan deres lønnsomhet vil være, men det er ikke utenkelig at det blir likt det vi ser hos Norway Royal Salmon. NRS hadde i 2006 en totalinntekt på vel 1,2 milliarder, men en driftsmargin på bare 1,5 prosent. Lønnsomheten de tidligere årene ligger også relativt lavt. I tilsvarende år hadde NSF en driftsmargin på 17,58 prosent, denne

fluktuerer riktignok noe mer enn NRS, men samlet sett sitter NSF igjen med en større margin enn det NRS har.

Driftsmargin	2003	2004	2005	2006
Nord-Senja Fiskeindustri	-0,45	-0,11	8,37	17,58
Norway Royal Salmon	0,10	0,20	1,50	1,50

Tabell 2: Driftsmargin (Brønnøysundregistrene, 2008)

Nord-Senja Fiskeindustri AS har et motto som de jobber etter; ”*I Botnhamn, for Botnhamn.*” I følge daglig leder Egil Johansen forplikter dette mottoet ganske sterkt. At bedriften lever opp til mottoet gjenspeiler seg godt i tabellen under:

Hvem får pengene?		Akkumulert
Fiskere	20 Millioner	20 millioner
Ansatte	7 Millioner	27 millioner
Laksefôr	18 Millioner	45 millioner
Smolt	6 Millioner	51 millioner
Offentlige avgifter	1 Millioner	52 millioner
Lokalt næringsliv	3 Millioner	55 millioner
Sum	55 Millioner	55 millioner

Tabell 3: Hvem får pengene? Basert på 2006 regnskapet

Her ser vi at det lokale næringslivet får tre millioner og at fiskerne (som hovedsakelig er lokale) får 20 millioner, samt at de ansatte får syv millioner. Dette mener Johansen er et meget bra tilskudd fra en relativt liten bedrift. Av de totale driftsinntektene på 76 millioner kroner, er 55 millioner kroner disponert som i tabell 3. De resterende 21 millionene inngår i poster som avskrivninger, endring i varer under tilvirkning, avsetning til annen egenkapital, utbytte og lignende.

3 Teori

Vårt mål med denne oppgaven er å foreta en verdivurdering av Nord-Senja Fiskeindustri AS. Dette kan gjøres på flere måter og i dette kapittelet vil vi belyse noen av de mest benyttede metodene. Vi ønsker å gjøre dette for å vise at verdien på et selskap vil variere mye alt etter hvilken metode en vektlegger. Der noen metoder vektlegger egenkapital som grunnlag for verdsettingen benytter andre seg av regnskapstall, så vel som fremtidige muligheter for selskapet. Disse to ytterpunktene vil gi forskjellige estimater på verdien til et selskap, noe vi vil se nærmere på senere.

I dette kapittelet vil vi gjennomgå tre ulike metoder for verdsetting, multiplikator-, balansebasert- og kontantstrømsbasertemodeller. I tillegg til dette vil vi se på to multiplikatormodeller. Vi kan også se for oss ulike tilfeller hvor en ønsker å beregne verdien ved hjelp av ulike metoder. Et selskap kan ha ulik verdi dersom tanken er å legge ned driften, for deretter å selge alt innbo i selskapet, kontra et kjøp med planer om fortsatt drift (going concern).

Hovedvekten i oppgaven vår vil bli lagt på beregningene av den kontantstrømsbaserte modellen. Det er i denne modellen vi vil analysere hva selskapet har prestert tidligere for deretter å prognostisere en fremtidig vekst. Vi vil i stor grad basere oss på historiske data og en strategisk analyse for å sette opp en fremtidig kontantstrøm for bedriften. NSF er en industribedrift som har eksistert i mange år og dermed har vi god tilgang på historiske data som regnskap, årsrapporter og annen relevant informasjon. Summen av disse gir oss et godt grunnlag for å se hvordan utviklingen så langt har vært.

Verdivurdering er ikke noe eksakt vitenskap der man kan regne seg frem til en riktig verdi med to streker under svaret. Verdien vil være avhengig av om en ser den potensielle handelen fra kjøpers - eller selgers standpunkt. Videre om det er enkeltaksjer som verdsetts, kontra strategiske poster eller overtakelse av hele selskapet, samt om et eventuelt kjøp gir synergieffekter eller ikke (G. A. Dahl & Boye, 1997).

3.1 Balansebaserte modeller

3.1.1 Substansverdi

Substansverdien blir definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden. I tilfeller hvor man har spesialtilpassede produkter, det være seg maskiner og bygninger, eksisterer det sjelden et aktivt andrehåndsmarked for eiendelene. I slike tilfeller benytter en seg ofte av gjenanskaffelsesverdier justert for den slitasjen eiendelene har vært utsatt for. Dette ser man ofte i fiskeindustrien hvor det i stor grad opereres med spesialtilpassede maskiner og anlegg. Det vil alltid være en forutsetning for en slik beregning at selskapet skal fortsette driften. Når en benytter seg av substansverdimetoden tas det utgangspunkt i siste tilgjengelige balanseregnskap. Dette må i neste omgang korrigeres for mer eller mindre verdier i selskapets gjeld og eiendeler. De viktigste postene vi må vurdere er bygninger, tomter, maskiner, utstyr, aksjer og andre verdipapirer. Utfordringen rundt bygninger er at det ofte finnes betydelige verdier i disse postene utover det som fremkommer i regnskapene. Ved vurdering av maskiner og utstyr er det ofte slik at salgsverdien er lavere enn den bokførte verdien. Når en vurderer aksjer og verdipapirer kan forskjellen mellom anskaffelseskostnaden og reell verdi være stor. Noen verdier vil også være svært vanskelig å finne, da det kan være lenge siden det har vært omsetning i verdipapirene (Boye & Meyer, 1998).

3.1.2 Matematisk verdi

Den matematiske verdien til et selskap er den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital. Dette er en lite utbredt metode og en stor del av årsaken til dette er at en her baserer seg på regnskapstall. Disse er igjen beregnet ut i fra et forsiktighetsprinsipp og ligger ofte langt under virkelig verdi. Matematisk verdi benyttes ofte i tilfeller hvor dette er fastsatt i selskapsvedtektene eller i aksjonæravtaler (Boye & Meyer, 1998).

3.1.3 Likvidasjonsverdi

I likhet med substansverdimetoden tar også denne utgangspunkt i bokført egenkapital fra siste tilgjengelige balanseregnskap. Når en skal beregne likvidasjonsverdien er det ofte i en situasjon hvor man vurderer om det er grunnlag for å fortsette driften i selskapet. Denne verdien skal dermed vise det minste beløpet eierne kan forvente å sitte igjen med dersom de velger å avvikle driften. Likvidasjonsverdien er en undermetode av substansverdimetoden og er tilnærmet alltid lavere enn substansverdien. Dette er fordi en ved substansverdien forutsetter at driften skal fortsette og et eventuelt salg kan foregå i et ordnet marked. Mens det ved en likvidasjon ofte ikke er et fungerende marked og en kan være tvunget til å selge eiendelene til en betydelig redusert pris. I tillegg kan det komme ekstra utgifter i forbindelse med demontering og salg av eiendelene (Boye & Meyer, 1998).

3.2 Multiplikatormodeller

I denne kategorien finner vi modeller som er enkle og raske å beregne. Dette har ført til at de er ganske populære, men det er ikke alltid de er fornuftige å bruke. Vi vil her belyse to vanlige modeller i denne kategorien.

3.2.1 Price/Earnings

Denne versjonen av multiplikatormetoden er den mest brukte. Verdien av et selskap er her lik årsresultat multiplisert med P/E-tallet. Årsresultatet er for det gitte selskap som skal verdsettes, mens P/E-tall står for det gjennomsnittelig forholdet mellom børskursen og årsresultat. P/E-tallet er et mye brukt forhåndstall og dette finner man i alle børslistene. En stor utfordring når en benytter seg av P/E metoden er å finne et børsnotert selskap som er sammenlignbart med det selskapet en skal verdsette (Boye & Meyer, 1998).

3.2.2 Pris/bok

Etter Price/Earning er Pris/bok kanskje den mest brukte multiplikator modellen. I motsetning til P/E-metoden benytter man seg her av børskursen og den bokførte egenkapitalen. For at denne modellen skal være korrekt kreves det at den bokførte egenkapitalen er tilnærmet lik markedsverdi (reell). Resultatet vil da være lik det investorene vil sitte igjen med dersom de velger å legge ned driften (Boye & Meyer, 1998).

3.3 Kontantstrømbaserte modeller

Disse er de mest benyttede metodene når selskaper skal verdsettes. Av de metodene vi skal belyse er de kontantstrømbaserte mest komplisert. Det tas utgangspunkt i historiske data og en lager estimerer for fremtiden. Det er ulike meninger om hvor mange år som skal estimeres, men det normale er sju til 15 år. Før man starter med å sette opp den fremtidige kontantstrømmen er det viktig å analysere de viktigste verdidriverne. Koller med flere (2005) mener at en bør analysere avkastningen på den sysselsatte kapitalen, selskapets vekstpotensial og den frie kontantstrømmen. Ved å analysere fortiden grundig kan en finne ut om selskapet har skapt verdier, om det har opplevd vekst og hvordan det har prestert sammenlignet med konkurrenter. Både avkastningskravet og den frie kontantstrømmen er essensielle for verdsettingsprosessen, men de kan ikke beregnes direkte ut fra selskapets regnskaper. Vi har valgt å benytte oss av totalkapitalmetoden, altså er vi interessert i å se på hvilken avkastning selskapet har på totalkapitalen. Totalkapitalen er i denne forbindelse definert som den sysselsatte kapitalen. Det er denne kapitalen bedriften må betale for å benytte seg av og består av egenkapitalen og den rentebærende gjelden (Boye & Meyer, 1998). En annen metode man kan velge å benytte seg av er egenkapitalmetoden, men i oppgaven vår velger vi å se bort ifra denne.

Det neste vi må se nærmere på er kontantoverskuddet til totalkapitalen, som vil ligge til grunn for vår verdivurdering. Når en har de historiske dataene benyttes disse som bakgrunn for estimatene for de neste årene og en beregner alle de overnevnte mål for de nærmeste syv til 15 årene. Det neste steget blir å beregne en verdi på selskapet utover disse årene. I de første årene ser en på alle faktorer ved selskapet, men på lengre sikt blir dette meningsløst. Dermed

konsentrerer man seg bare om de viktigste postene og kommer frem til en vekstfaktor for selskapet i evig tid (Koller, Wessels, & Goedhart, 2005).

Videre vil vi se på er avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Det er dette en benytter seg av når en skal diskontere den fremtidige kontantstrømmen. Da et selskap som oftest er finansiert med både egenkapital og lån, må man beregne avkastningen til disse først. Deretter kan man finne det samlede avkastningskravet. Avkastningskravet til gjelden er ofte det enkleste, det er de kostnader selskapet har i forbindelse med lånet, gjeldsrenten. For å finne avkastningskravet til egenkapitalen derimot, må en benytte seg av kapitalverdimodellen (CAPM) (Boye & Meyer, 1998).

3.3.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en modell som beskriver forholdet mellom risiko og den forventede avkastningen til en investering. Tanken bak kapitalverdimodellen er at investorer må kompenseres på to måter, verdien på kapital over tid samt risiko. I denne modellen er tidsperspektivet representert ved den risikofrie renten (R_F), som er den avkastningen en investor ville fått ved å plassere kapitalen i sikre investeringer. Det er ikke noen fasit for hvordan man fastsetter denne renten, men Boye og Meyer anbefaler i boken "Fusjoner og oppkjøp" (1998) at man benytter seg av en mellomlang (2-3 års) statsobligasjon. Den andre delen av modellen representerer risikoen og kalkulerer den kompensasjonen en investor trenger for å ta ekstra risiko. Denne delen beregnes ut fra betaverdien som sammenligner avkastningen på selskapet mot markedet over tid, i tillegg til markedspremien. Betaverdien forklarer forholdet mellom utviklingen på børsen og et selskap. Dersom et selskap har en beta lik én, vil verdien på selskapet variere i takt med utviklingen på børsen. De selskaper som har en betaverdi lavere enn én varierer mindre på markedsvariasjon og motsatt for selskaper med en høyere betaverdi (Koller et al., 2005).

$$CAPM = R_F(1 - s) + \beta(R_M - R_F(1 - s))$$

hvor R_F = Risikofri rente
 s = Skattesats
 β = Beta til selskapet
 R_M = Markedsavkastning

3.3.2 Kapitalkostnadsmodellen

De aller fleste organisasjoner er finansiert ved to ulike kilder. Den ene er den kapitalen som investorene har skutt inn i selskapet, mens den andre delen er de lån selskapet har tatt opp. Dette fører til at man har to ulike grupperinger som skal kompenseres for den risikoen de utsettes for. Da långiver ofte har sikkerhet i selskapets eiendeler, kreves det en lavere kompensasjon enn det aksjonærene krever. Kapitalkostnadsmodellen er avkastningen på totalkapitalen i motsetning til eiernes avkastningskrav som er avkastningen på innskutt kapital. Kapitalkostnadsmodellen er et mål som ofte benyttes for å se på alternativkostnaden som investorer møter ved å investere i et spesifikt selskap. Ved å benytte denne modellen kan man sammenligne ulike investeringer med lik risiko (Boye & Meyer, 1998).

$$WACC = R_G(1 - s) * \frac{G}{T} + R_E * \frac{E}{T}$$

hvor R_G = Gjennomsnittelig lånerente
 G = Rentebærende gjeld
 T = Totalkapital
 R_E = CAPM
 E = Egenkapital
 s = Skattsats

Modigliani og Millers første teorem sier at verdien av et selskaps aktiva (som impliserer selskapets totale finansieringskostnad), er uavhengig av kapitalstrukturen. Det vil si at det er likegyldig om selskapet er finansiert med gjeld eller med egenkapital. Teoremet bygger på

prinsippet om at nåverdien av to kontantstrømmer er like stor som summen av nåverdien deres. Forutsetningen for at teoremet skal holde er at det er perfekte kapitalmarkeder (Brealey, Allen, & Myers, 2006).

3.3.3 Gordons formel

Som nevnt ovenfor kommer man frem til en evig vekst i selskapet ved den kontantstrømbaserte metoden, denne blir ofte referert til som terminalverdiåret. Her legger en inn den prognostiserte veksten selskapet skal ha i evig tid, ofte bruker man en lavere vekstfaktor her enn tidligere år. Denne verdien skal divideres med avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) fratrukket årlig vekst (Boye & Meyer, 1998).

$$\text{Terminalverdi} = \frac{N}{R_T - V}$$

hvor

- N = Normalresultat etter skatt
- R_T = Avkastningskrav til totalkapitalen
- V = Årlig vekst

Til slutt i dette teorikapittelet vil vi oppsummere/trekke frem noen fordeler og ulemper med de overnevnte modellene.

Når det gjelder de kontantstrømsbaserte modellene er disse i flere lærebøker beskrevet som de teoretisk beste eller vanligste modellene ved verdsettelse. Momenter som taler for disse metodene er eksempelvis at på sikt er ikke et selskap verdt mer enn den verdien det kan forrente. Investorenes avkastningskrav påvirker verdien av et selskap, da dette er diskonteringsfaktoren som benyttes for å estimere verdien. Dette er også et av ankepunktene ved bruk av disse metodene. Andre er vanskeligheter og usikkerheter i å beregne den fremtidige inntjeningen, eller at fastsettelse av avkastningskravet kan bli noe tilfeldig.

De balansebaserte modellene har også flere elementer som taler for og i mot seg. Fordelene med modellene er at hvis det eksisterer et velfungerende andrehåndsmarked for eiendelene har selger en markedsverdi å forholde seg til. Andre fordeler er at dersom det vurderes å kjøpe

fysiske eiendeler kan kjøperne vurdere de underliggende verdiene i et eventuelt kjøp ut fra et alternativt kostnadssyn. Videre kan det nevnes at underliggende eiendeler ofte er lettere å realisere enn forventningene om fremtidige kontantstrømmer. Ulemper med disse modellene er i de tilfeller hvor selskaper har andre verdidrivere enn hva som fremkommer i balansen. Disse kan være kompetanse, nettverk, teknologi, organisasjon og lignende (G. A. Dahl, 2004).

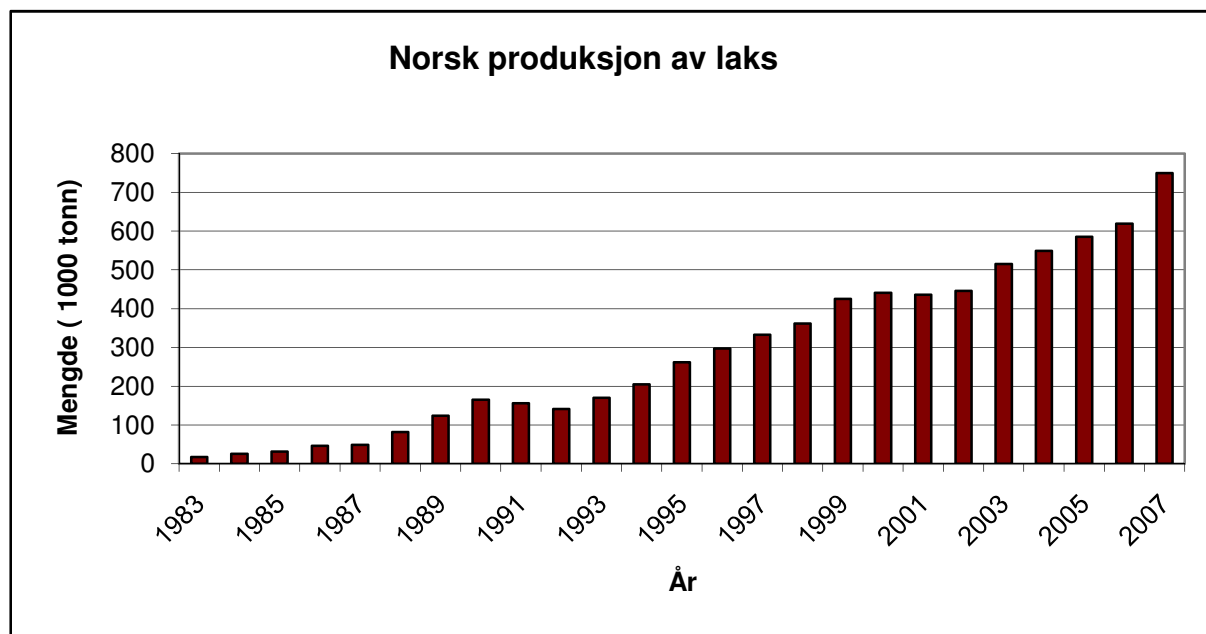
Når det kommer til multiplikatormodellene er fordelene med disse at de er enkle i bruk og rask å beregne. Dette gjør at modellene er blant de mest brukte ved verdsetting. Ulemper er at forutsetningen om sammenlignbarhet mellom selskaper ofte ikke er oppfylt.

4 Markedet

Nord-Senja Fiskeindustri driver virksomhet i to næringer: lakseoppdrett og konvensjonell fiskeindustri. Med dette som utgangspunkt har vi valgt å dele bedriften opp i to selvstendige profittsenter: Profittsenter Oppdrett og Profittsenter Fiskeindustri. Et profittsenter er i "Det stor norske økonomileksikon" (2003) definert som: "Ansvarscenter som er ansvarlig for og vurderes både mht. kostnader og inntekter". Vi har valgt denne oppdelingen for å kunne gjøre en så grundig vurdering som mulig av hver av de to profittsentrene. Også når det kommer til fremtidsregnskapet har vi ulike vurderinger for de ulike profittsentrene i bedriften. I dette kapitlet vil vi analysere markedene for lakseoppdrett og konvensjonell fiskeindustri.

4.1 Markedet for oppdrettsnæringen

Fiskeri og havbruk har alltid vært viktig for Norge, fra den tiden da fiskerne bodde i nærheten av fiskebankene og frem til i dag da vi har fått store fabrikktrålere. En av de største endringene som har skjedd de siste 30 årene er fremveksten av oppdrettsanlegg. Med disse også Norges posisjon som ledende oppdrettsnasjon. Oppdrett har vært en av de virkelig store vekstnæringene her til lands og en har sett store utviklinger, både teknologisk og produksjonsmessig. Oppdrettsnæringen har forsøkt seg på forskjellige arter, men de som preger næringen i dag er hovedsakelig laks og ørret. I tillegg til disse har en i dag stor tro på torsk som den neste store oppdrettarten. Laksenæringen er den som har fått størst oppmerksomhet og har den definitivt største markedsandelen. Lakseoppdrett har en snart 30 års lang historie i Norge og mengden som blir produsert har hatt en voldsom økning fra tidlig på åttitallet og frem til i dag.



Figur 3: Norsk produksjon av laks (Eksportutvalget for fisk, 2008a)

Det ble i 1983 slaktet vel 17 tusen tonn laks i Norge og frem til i dag har vi hatt en stor økning. Tallene for 2007 viser at produksjonen var oppe i hele 750 tusen tonn. Effektiviteten i lakseoppdrett har også økt betraktelig. I 1986 ble det produsert 28,4 tonn per årsverk, mens tilsvarende tall for 2006 var 392 tonn. Dermed har produsert mengde per årsverk økt med vel 1300 prosent (Fiskeridirektoratet, 2007). Forventningene for bransjen fremover er høye, og vi tror at dette vil være en viktig næring for landet i fremtiden også. I en rapport som er lagt frem av International Food Policy Research Institute (IFPRI) som tar for seg utviklingen for fisk frem mot 2020, kommer det fram at de ser for seg en økning i både konsumet og prisen av fisk. Her konkluderte forskerne med at verden er avhengig av en økning i både villfangst og oppdrett av fisk for å dekke verdens etterspørsel i årene som kommer. De har estimert at vi er avhengig av å ha en økning på 0,7 prosent i villfangst per år frem mot 2020. For oppdrett derimot estimeres det med en økning på hele 2,8 prosent per år (Delgado, Wada, Rosegrant, Meijer, & Ahmed, 2003).

Lakseoppdrettere konkurrerer i en sterkt regulert næring, hvor produksjonsvolumet avhenger av antall konsesjoner man har. I Troms og Finnmark kan en til enhver tid ha 900 tonn biomasse per konsesjon. Tilsvarende tall for resten av landet er 780 tonn. Årsaken til at Troms og Finnmark har fått en større MTB enn resten av landet har sammenheng med at tilveksten i disse fylkene er lavere enn resten av landet på grunn av lavere sjøtemperatur (FKD, 2005).

Som nevnt har fiskeoppdrett som næring opplevd stor utvikling siden starten i 1970 årene, både når det gjelder teknologi og økonomiske betingelser. Fra å være en liten næring uten stor betydning for landets økonomi, til å bli en av de viktigste eksportnæringene Norge har i dag. Vi ser i dag at det satses på oppdrett av mange ulike arter, for utenom laks og ørret er torsk, røye, kveite, makrell, ål og piggvar de mest utbredte artene. I tillegg til disse drives det også oppdrett på flere arter skalldyr som blåskjell, kamskjell, østers, hjerteskjell, o-skjell og hummer (SSB, 2005). For å drive med kommersielt oppdrett kreves det at selskapet har konsesjon og i Norge var det i 2005 registrert 995 konsesjoner innenfor matfisk/stamfisk/FoU som var i drift. Eierstrukturen i næringen har også vært gjennom store endringer. Frem til 1991 kunne et selskap ikke eie mer enn én konsesjon. I tillegg var det krav om at konsesjonen skulle ha lokal tilhørighet. En liberalisering av reglene rundt eierskapet førte til at man fikk en omfattende omstrukturering i næringen (SSB, 2005). Der en tidligere bare hadde én konsesjon per oppdretter, var tendensen nå at bedriftene ble større i form av fusjoner og oppkjøp.

Frem til 2005 ble konsesjoner målt i kubikkmeter og ved utgangen av 2005 ble det brukt totalt 35,5 millioner kubikkmeter sjø til oppdrett av matfisk. Dette tilsier et snitt kvantum på 38 659 kubikkmeter per oppdretter. 1.januar 2005 gikk man bort fra å gi konsesjoner som var begrenset ved kubikkmeter og gikk over til å gi tillatelse til maksimal tillatt biomasse (SSB, 2005).

Selskaper som driver innen oppdrettsnæringen har mange lover og forskrifter de må forholde seg til. Eksempelvis Lov om akvakultur (2005-06-17), Lov om matproduksjon og mattrygghet mv. (2003-12-19), Lov om vern mot forurensning og om avfall (1981-03-13) og Lov om havner og farvann mv. (1984-06-08). Bestemmelsene om MTB blir gjengitt i Forskrift om drift av akvakulturanlegg (FOR 2004-12-22). Oppdrettere som har overskredet MTB-grensen har fått bøter i millionklassen.

Problematikken rundt fiskesykdommer har vært oppe i media helt siden næringen var ny. Dette er et område som også blir stadig viktigere og vi har opp gjennom tidene sett flere tilfeller av sykdomsutbrudd i anlegg langs norskekysten. Dette påvirker også måten en styrer anleggene på. Det finnes bestemmelser som sier hvor lenge en kan benytte seg av lokalitetene før de må ligge brakk over en periode. Dette gjelder ikke bare ved sykdom, men også ved normal drift. Fisken som står i merdene forurenser, det samme gjør fôret, dette fører til at området må ligge brakk slik at det får tid til å restituere seg (SSB, 2005). Det er ingen

tidsbegrensning på oppdrettskonsesjonene, men det er en driveplikt på dem. Konsesjoner som ligger brakk i mer enn tre år vil bli inndratt av myndighetene (Rusten & Aarset, 2007).

Verden er nå inne i en periode der store deler av befolkningen, spesielt i industriland, fokuserer på å spise riktig. En bør spise sunt og man må finne den rette kombinasjonen av proteiner, vitaminer og fett. Dette gjør at laks i fremtiden kan bli enda viktigere i menneskers balanserte diett. Oppdrettslaks er nemlig et bra produkt ernæringsmessig. Fisken er rik på fettløselige vitaminer som A og D, samt at den inneholder mye omega-3 fettsyrer. Laksen har også et høyt innhold av de vannløselige vitaminene B12 og pyridoksin (Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning, 2005).

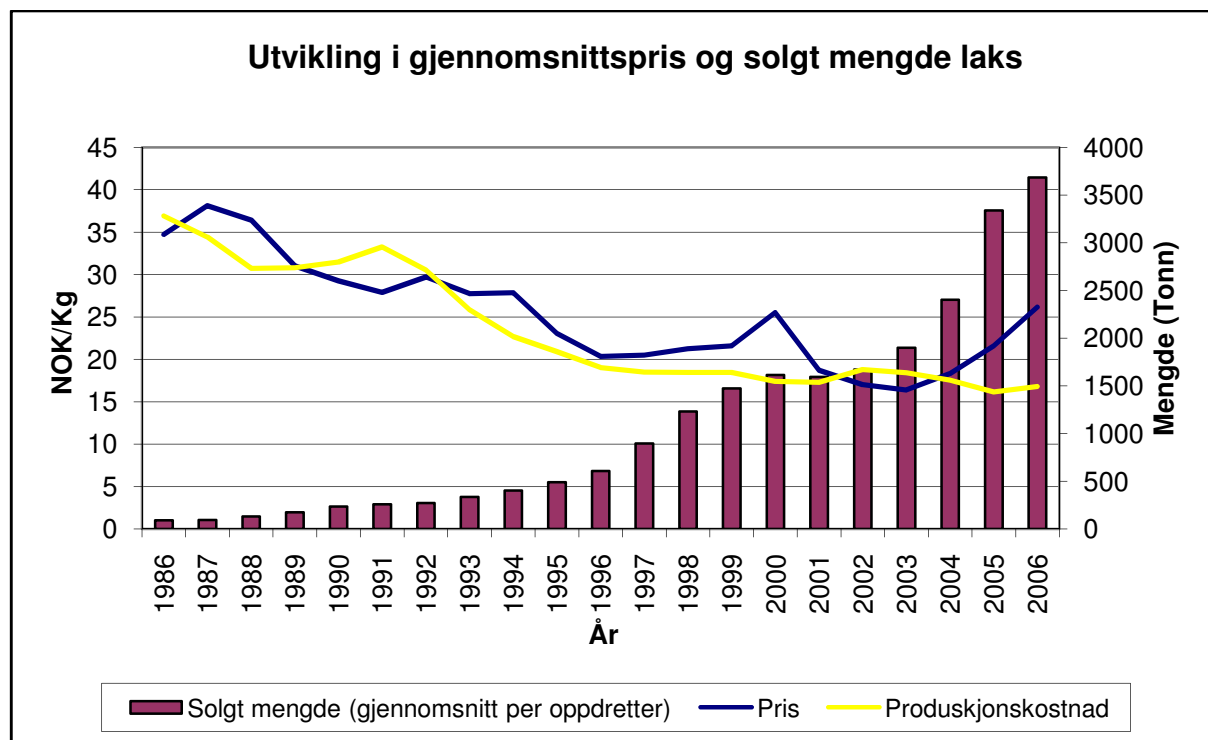
Vi tror at fokuset på riktig ernæring vil være med på å styrke veksten i laksemarkedet i fremtiden. Dette vil igjen føre til økt produksjon, inntjening og lønnsomhet for aktørene.

Andre faktorer som taler for produksjons- og lønnsomhetsvekst i oppdrettsnæringen er veksten som vil komme i nye markeder. Vi tenker da hovedsakelig på Sørøst-Asia og Russland. Dette er områder med en stor andel av verdens befolkning, som i tillegg stadig får en økning i velstanden. Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO) har gjennomført et prosjekt hvor de har sett på utviklingen i konsumet av sjømat over de neste 20 årene. De kom frem til at det vil være en økning på 40 prosent frem til 2030, og størstedelen av denne økningen vil finne sted i Asia. FAO mener også at det ikke er grunn til å forvente noe stor økning i mengde vill fisk en klarer å lande, men at det økte konsumet må dekkes opp ved hjelp av mer fiskeoppdrett (Hjeltnes, 2008).

4.1.1 Lønnsomheten i bransjen

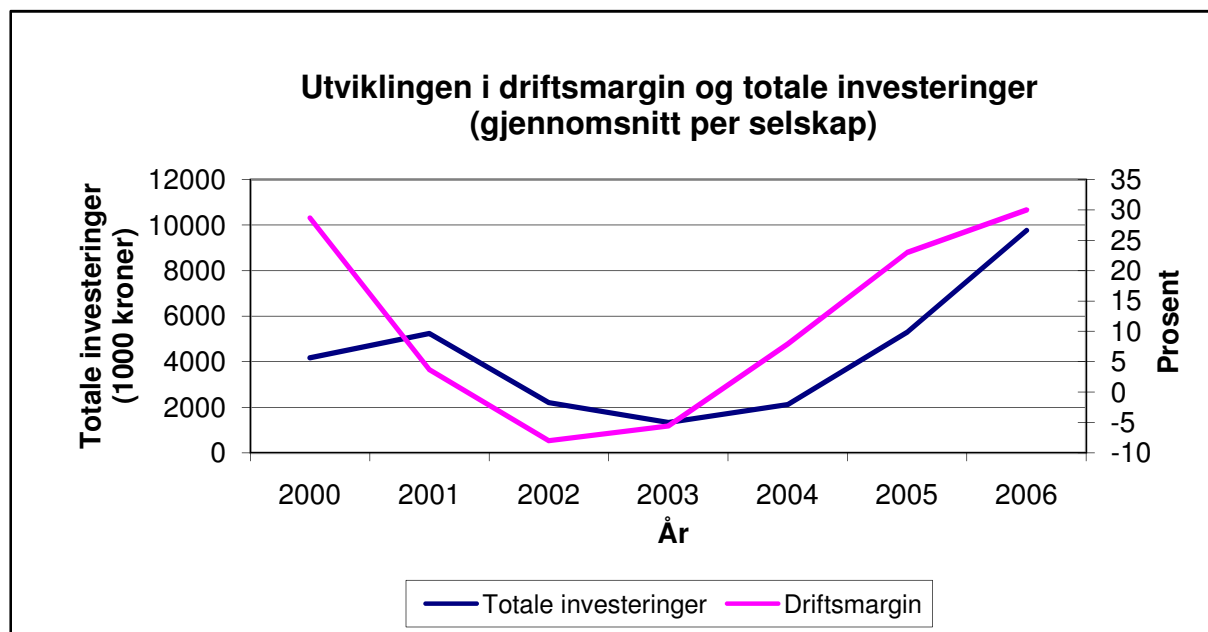
Som tidligere nevnt har oppdrettsbransjen har hatt en stor utvikling gjennom årene, både når det gjelder teknologi og lønnsomhet. Som det fremkommer av grafen under har produksjonskostnaden (nominelle tall) variert fra vel 36 kroner per kilo i 1986 og til nesten 16 kroner per kilo i 2006. Kostnadene per kilo er blitt mer enn halvert i løpet av 20 år. Kostnadene og prisene i denne bransjen er relativt tett korrelert, med noen unntak hvor man enten har hentet ut store gevinster, eller bransjen har slitt med underskudd. Tidlig på nittitallet og rett etter årtusenskiftet var bransjen gjennom tunge perioder, hvor inntektene var mindre enn kostnadene. Mens på slutten av åttitallet, størstedelen av nittitallet og etter 2004 har

prisene oversteget kostnadene. Gjennom denne perioden har også produsert mengde laks økt kraftig, og vi ser at produksjonstallene per oppdretter har gått fra under 90 tonn i 1986 til 3 685 tonn i 2006.



Figur 4: Gjennomsnittspris (nominelle tall) og solgt mengde laks (Vassdal, 2008)

Verdien på konsesjonene er tett knyttet opp til inntjeningen i bransjen og har dermed variert mye etter at de ble fritt omsettelig. Verdivurdering av oppdrettsbedrifter er bygd på forventningene om fremtiden. ”Prisnivået på konsesjonar i dag inneber at det ligger forventninger om framtidig lønsemd i matfiskeleddet som er høgare enn normalavkastninga. Strukturen i næringa fører nærmast automatisk til at reinprofitten som er i næringa, kjem på matfiskeleddet sine hender, av di dette er den einaste delen av næringa der etablering er regulert fullt ut” (Rusten & Aarset, 2007 s.87). Investeringene i næringen er tett knyttet opp til inntjeningen og i figur 5 kan vi se utviklingen i driftsmarginen sammen med de totale investeringene (gjennomsnitt for hvert selskap). Vi ser her en klar sammenheng mellom driftsmarginen og de totale investeringene som blir gjort.



Figur 5: Driftsmargin og totale investeringer (Fiskeridirektoratet, 2003, 2005, 2007)

Som i mange andre bransjer kreves det også i oppdrettsbransjen nyinvesteringer for å være konkurransedyktig. I 2006 investerte hver oppdretter gjennomsnittlig i overkant av 9,7 millioner kroner. Den desidert største posten av disse investeringene var i sjøanlegg med 84,1 prosent, deretter kom investeringer i transportmidler med 7,8 prosent. Tett etter denne kom investeringer i faste installasjoner med 7,6 prosent, samt diverse maskiner med 0,5 prosent. Når vi ser på disse investeringene over tid, ser vi at det er en sterk sammenheng mellom dem, til tross for at investeringene varierer mellom 1,3 millioner i 2003, til vel 9,7 millioner i 2006. Den enkelte oppdretter kan ha svært ulikt syn på investeringer og variasjonene vil nok være store mellom de ulike aktørene. Men en faktor som er ufravikelig for aktørene er nye krav og foreskrifter som for eksempel krav til tekniske standarder (Fiskeridirektoratet, 2007).

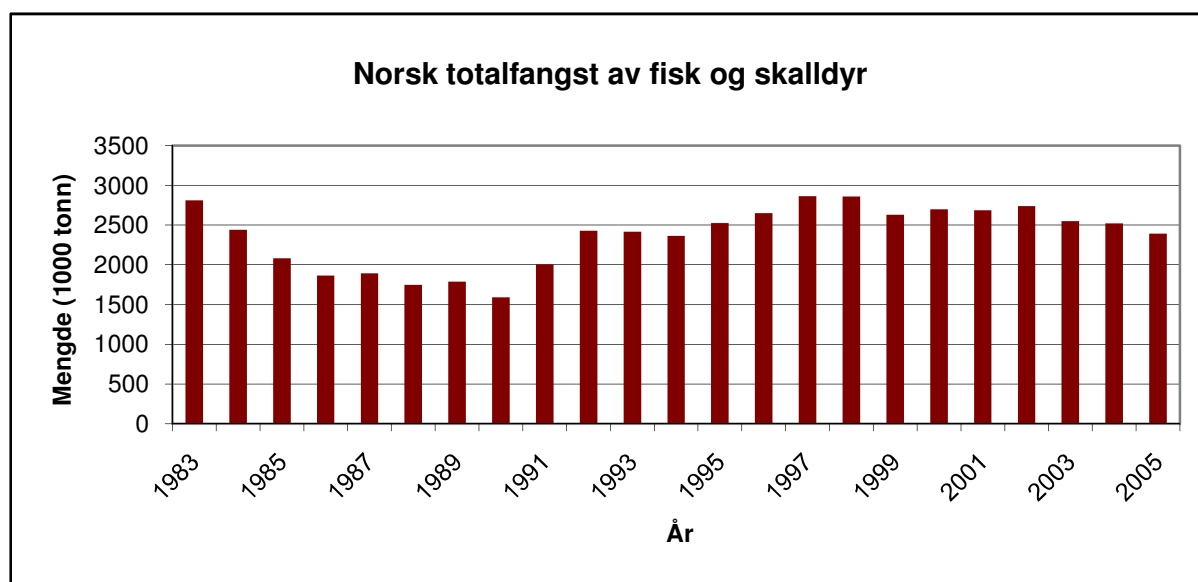
4.2 Markedet for fiskeindustri

I Norge har mennesker drevet fiske og fangst i flere tusen år. Denne viktige næringen har sysselsatt mange mennesker opp gjennom tidene i alt fra fiske og fangst til videreforedling, markedsføring og salg. For Nord-Norge har denne næringen vært spesielt viktig. Vi tenker først og fremst på at det i mange år var en binæring for bønder, fiskerbonden, en nødvendighet for at menneskene kunne leve langt her oppe i nord. Fisket har vært viktig med

tanke på bosetting og sysselsetning og uten dette ville det trolig ikke bodd mange mennesker i Nord-Norge. Den teknologiske utviklingen i næringen har vært enorm. Den har gått fra små robåter med dorger, til store fabrikktrålere som leverer flere hundre tonn ferdig varer når de kommer til kai.

Vi har i flere hundre år solgt en stor andel av fiskefangsten vår til utlandet. Dette har vært en viktig inntektskilde for landet vårt og i 2006 eksporterte vi sjømat for totalt 35,6 milliarder kroner. Trekker vi fra eksport av oppdrett, solgte vi fisk og fiskeprodukter for nesten 17,1 milliarder kroner (Eksportutvalget for fisk, 2007).

Figuren 6 viser totalt fangstmengde av fisk og skalldyr for perioden 1983 til 2005.



Figur 6: Norsk totalfangst av fisk og skalldyr (SSB, 2008)

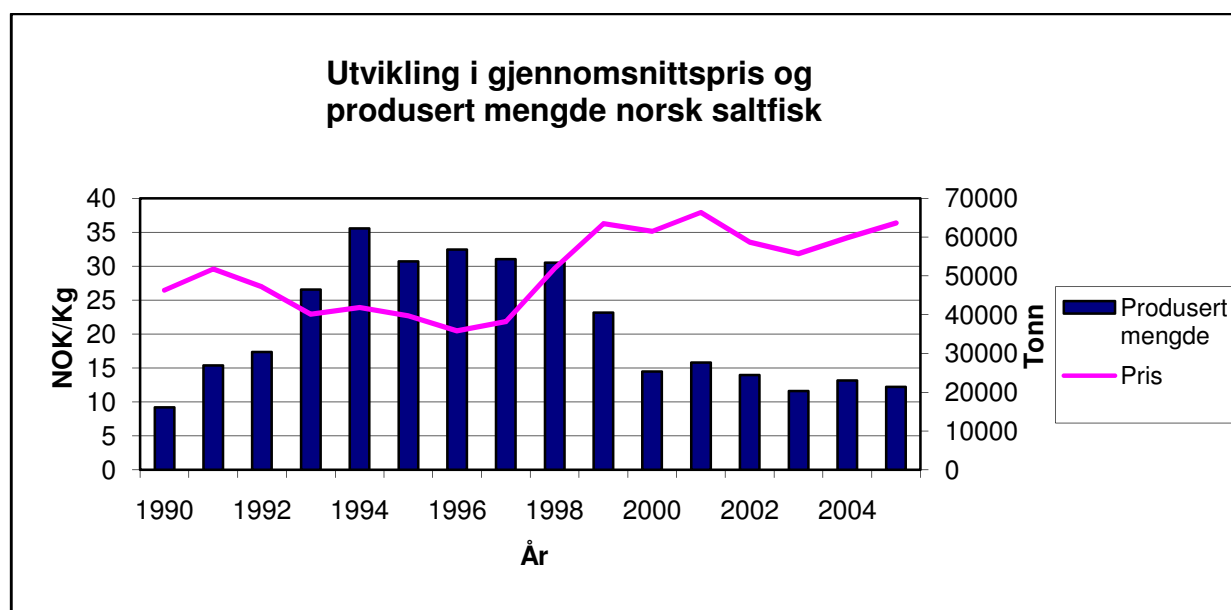
Det viktigste produktet til Profittsenter Fiskeindustri er saltfisk, vi velger derfor her å se nærmere på markedene for torsk og saltfisk.

I 2005 eksporterte Norge torsk for 1,5 milliarder kroner til Portugal, mens Danmark og Italia er andre og tredje viktigste eksportland for dette fiskeslaget (Eksportutvalget for fisk, 2006). I 2006 ble det eksportert torsk for 1,6 milliarder kroner til Portugal, som er det viktigste torskemarkedet, foran Danmark og Italia (Eksportutvalget for fisk, 2007). Tallene for 2007 ble nylig lagt frem og de viser at Norge eksporterte torsk for 2,1 milliarder kroner til Portugal, som nok en gang er det største markedet for norsk torsk. Vi har derimot fått en endring i 2007

på hvilke land som er viktigste marked etter Portugal. Det nest viktigste markedet er nå Italia, mens tredje viktigste er Frankrike (Eksportutvalget for fisk, 2008b). I perioden 2005 til 2007 har verdien av eksportert torsk økt med hele 41,6 prosent, noe som viser at det er en god vekst i markedet for norsk torsk (Eksportutvalget for fisk, 2006, 2008b).

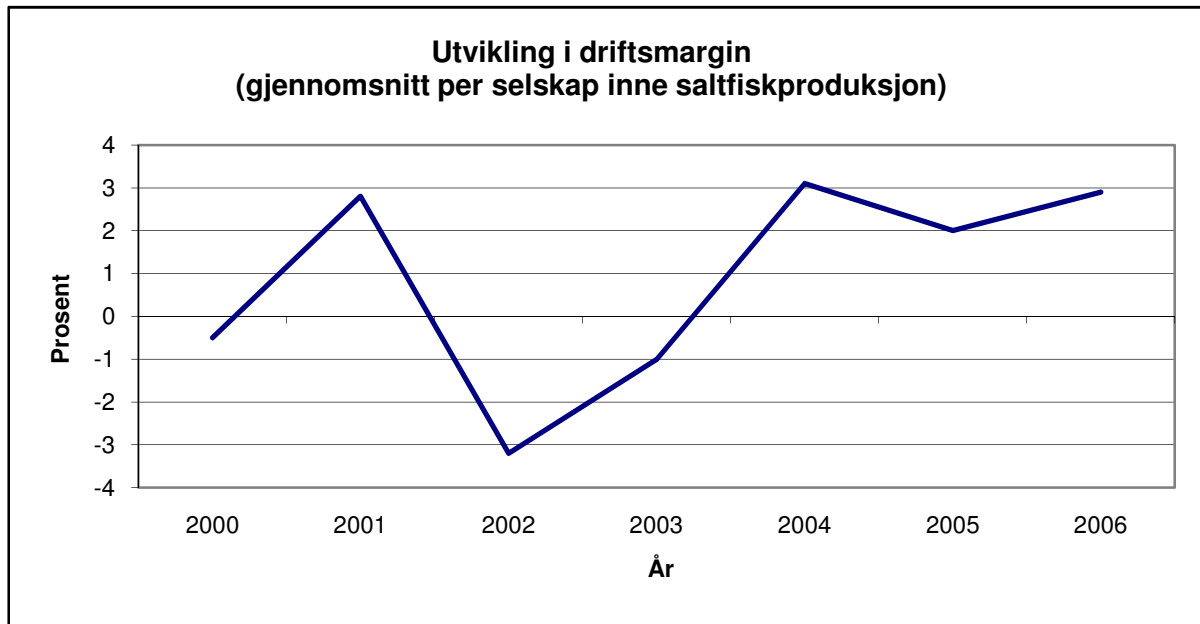
4.2.1 Lønnsomheten i bransjen

Saltfisk er et produkt norske produsenter har lang tradisjon med å produsere. Som figuren under viser var produsert mengde i 2005 på nivå med 1990 produksjonen. I midten og slutten av nittiårene hadde vi en produksjon som var opptil tre ganger så stor som den var i 2005. Prisutviklingen i denne produktgruppen har også vært varierende, med en bunn i 1996 på rett over 20 kroner og opp til toppen i 2001 på nesten 38 kroner.



Figur 7: Gjennomsnittspris og produsert mengde norsk saltfisk (Vassdal, 2008)

I figur 8 under ser vi utviklingen i driftsmarginen for saltfiskprodusenter i årene 2000 til 2006. Driftsmarginen har tidvis vært volatil, men vi ser at den stort sett har hatt en positiv tendens fra 2002.



Figur 8: Utviklingen i driftsmargin (Bendiksen, 2007, 2008)

Tallene fra driftsundersøkelsen i fiskeindustrien, for driftsåret 2006, viser at lønnsomheten i fiskeindustrien utviklet seg i ulike retninger innenfor de ulike sektorene. Ser vi på hele konsumindustrien er det en nedgang på driftsresultatet til tross for tilnærmet like driftsinntekter som i 2005 (Bendiksen, 2008). Det er mange faktorer som påvirker marginene i fiskeindustrien, men av de viktigste kan vi nevne konkurranse fra lavkostland, markedsbarrierer og ulike rammebetingelser sammenlignet med nærliggende konkurrerende land (Bendiksen, 2007).

Hvis vi bare ser på saltfiskprodusentene, kan de vise til bedre driftsresultat i 2006 enn i 2005. I 2005 var samlet driftsresultatet for deltagerbedriftene i undersøkelsen på 25,7 millioner kroner, mot vel 40 millioner kroner i 2006. Undersøkelsen viser også at to av tre bedrifter går med overskudd, noe som er den høyeste andelen siden 1998. Det har blitt en hardere konkurranse om råstoffet som følge av strukturendringen i fiskeflåten og fordi at kystflåten har blitt stadig viktigere for filetindustrien på land (Bendiksen, 2008).

5 Strategisk analyse

For å kunne finne et mest mulig korrekt verdieestimat på Nord-Senja Fiskeindustri AS har vi valgt å gjennomføre en strategisk analyse. Vi gjør dette fordi det er viktig å forstå omgivelsene og markedene selskapet opererer i. Her har vi valgt å dele analysen opp i to deler, en for de interne sidene og en for de eksterne. I eksternanalysen benytter vi Porters Five Forces (konkurransetrekker) for å analysere bransjestrukturen i markedene. I tillegg vil vi utvide modellen til å se på makromiljøet som bedriften er en aktør i. Bedriftens interne sider har vi valgt å analysere ved hjelp av verdikjeden. Hvordan NSF presterer i fremtiden vil henge nøye sammen med hvordan de klarer å utnytte sine ressurser og dermed nå opp i konkurransen de møter fra markedene.

5.1 Intern analyse

I denne delen vil vi se på hvilke faktorer i de to profittsentrene som utgjør konkurransefortrinn for sentrene og selskapet som helhet. Når man skal analysere verdiskaping må en forholde seg til begrepene, *verdiskaping* og *verdikapring*. Verdiskaping beskriver hvor store verdier som *skapes* i et marked eller et selskap, mens verdikapring beskriver hvordan disse verdiene *kapres* (fordeles) av kundene, rivaler i markedene og faktorleverandørene. Begge disse begrepene er kilder til økt lønnsomhet (Roos, Roos, Fernström, & Krogh, 2005).

5.1.1 Verdikjeden

I følge Porter (1985) beskriver verdikjeden et selskap sammensatt av en rekke aktiviteter som er bygd opp for å kunne dekke områder som utforming av produkter, produksjon samt markedsføring og distribusjon. Med andre ord viser verdikjeden hvordan verdi skapes i foredlingsprosessen fra råvare til ferdig produkt. Som vi ser av modellen under deler vi verdiskapingen inn i primæraktiviteter og sekundæraktiviteter. Primæraktivitetene er produksjonen av produktet, salg og distribusjon ut til kunde. Sekundæraktivitetene er innkjøp, menneskelig ressursutvikling og infrastruktur. De sistnevnte er en støttefunksjon til primæraktivitetene. Forskjeller mellom de ulike aktørers verdikjeder forklarer Porter som nøkkelfaktoren til konkurransefortrinn (Porter, 1985).



Figur 9: Verdikjeden fritt etter Porter (1985)

Verdikjeden viser den totale verdien selskapet skaper og består av verdiskaping og en margin. Verdiskapingen er den faktiske produksjonen som selskapet utfører. Det er produktene de lager som er grunnsteinen i verdiskapingen og som til slutt skal gi en verdi for kjøperne. Marginen er differansen mellom total verdi og total kostnad av de forskjellige verdiskapende aktivitetene (produksjonen) (Porter, 1985).

5.1.1.1 Primæraktiviteter

Logistikk inn

For å sikre seg tilgangen til settefisk har NSF (Profittsenter Oppdrett) integrert bakover i verdikjeden ved å kjøpe seg inn i Skardalen Settefisk. Ved å gjøre dette er bedriften tilnærmet selvforsynt med settefisk og de har med dette god kontroll på inngående råvarer til produksjon av det ferdige produktet. Skardalen Settefisk er et samarbeidsprosjekt, hvor blant annet Wilsgård Fiskeoppdrett er medeier. Dette samarbeidet bidrar til å skape verdi for NSF i form av reduserte kostnader blant annet ved innkjøp. Samarbeidet kan ses på som en form for stordriftsfordeler, da det er med på å gjøre de små aktørene større. Bedriftene oppnår på bakgrunn av dette et visst konkurransefortrinn overfor andre mindre bedrifter.

Det at NSF har gitt lån til lokale fiskere, gjør at de har sikret seg leveranse av råstoff til sitt fiskemottak. De gode relasjonene mellom bedriften og den lokale kystflåten gir Profittsenter Fiskeindustri god tilgang på råvarer til sin produksjon.

Operasjoner

For begge profittsentrene er det i stor grad standardiserte produksjonsprosesser. Fokus på kvalitet, produktivitet og effektivitet gjelder for alle ledd i produksjonen. Verdidriverne ligger i en effektiv produksjonsprosess der kvalitet er en av nøkkelfaktorene. Læringskurven er et viktig nøkkelord her, det vil si at lang erfaring og gode opparbeidede rutiner vil være med på å gjøre profittsentrene mer effektiv.

Utgående logistikk

Det at bedriften er lokalisert på Nord Senja kan føre til at logistikken blir et fordyrende ledd sett i forhold til de konkurrentene som er lokalisert nærmere markedene. Distansen ned til Sør Europa som er primærmarkedene for begge profittsentrene er lang, men også her kan kostnadene reduseres ved gode avtaler og rutiner. Profittsenter Fiskeindustri reduserer logistikkostnadene sine betraktelig ved at de hovedsakelig selger all sin saltfisk via Unicod. Også her er samarbeidsavtaler med Unicod og Norway Royal Salmon med på å gi bedriften en viss grad av stordriftsfordeler i form av reduserte kostnader, som igjen gir utslag på marginen som bedriften sitter igjen med.

Markedsføring, salg og service

Selv om disse funksjonene hovedsakelig er ivaretatt av Unicod (saltfisk) og NRS (oppdrettslaks) har NSF gode relasjoner til sine kunder ute i markedene. Disse er opparbeidet i forkant av samarbeidet med de overnevnte salgskanalene. Selskapet har også et godt renommé (på kvaliteten) i markedene, noe som gir bedriften en styrke i forhold til det å forhandle salgspris på sine produkter. Outsourcingen av salget gjør at kostnadene for profittsentrene her er redusert til et minimum. Det er med andre ord ikke snakk om noen stor verdiskaping i denne aktiviteten hos NSF. Dermed skapes det heller ingen direkte konkurransefortrinn i disse funksjonene.

5.1.1.2 Sekundæraktiviteter

Innkjøp

I følge Porter (1985) utgjør innkjøpskostnadene en liten eller ubetydelig del av totalkostnadene til en bedrift. Innkjøpsfunksjonen har imidlertid ofte en stor innvirkning på bedriftens totalkostnader og differensiering. En stor del av innkjøpene til NSF gjøres i samarbeid med andre aktører. Dette er en bevisst strategi som selskapet bruker for å redusere sine kostnader. Eksempelvis gjøres innkjøp av laksefôr i samarbeid med NRS, noe som bidrar til å redusere Profittsenter Oppdrett sine innkjøpskostnader. Innkjøp av maskiner og utstyr til produksjonsprosessene gjøres ofte i samarbeid med Wilsgård Fiskeindustri. I følge daglig leder gir denne samarbeidsstrategien en reduksjon i kostnadene på flere hundre tusen kroner i året. Råstoff til Profittsenter Fiskeindustri kjøpes som tidligere beskrevet hovedsakelig fra lokale fiskere i kystflåten. Disse er lojale fiskere som leverer råvarer med god kvalitet. Den gode kvaliteten på råvarene er med på å skape verdi i form av at profittsenteret får utnyttet mesteparten av råvarene i produksjonen. Dette fører til at svinnet blir minimalt og bidrar til å øke utnyttelsesgraden. Hovedsaklig kjøpes all settefisk som brukes av Profittsenter Oppdrett fra Skardalen Settefisk.

Teknologiutvikling

Alle verdiskapende prosesser i en bedrift innehar en viss form for teknologi, det være seg prosedyrer, "know-how" eller produksjonsutstyr (Porter, 1985). Økt fokus på effektivisering av produksjonsprosessene, investeringer i ny teknologi og oppgradering av eksisterende teknologi vil hjelpe NSF til å beholde sin posisjon i markedet. Teknologiutvikling innenfor området biprodukter er noe selskapet bør følge med på, da de får en del av disse i produksjonen ved Profittsenter Fiskeindustri. Ved å følge med på det som skjer innen biprodukter, kan selskapet opparbeide seg et konkurransefortrinn som på sikt kan øke selskapets verdiskaping og dermed også øke marginen.

Menneskelig ressursutvikling/ ledelse, organisasjon og styring (infrastruktur)

Disse sekundæraktivitetene som innehar funksjoner som rekruttering, ansettelse, opplæring og utvikling støtter hele verdikjeden til bedriften. Både menneskelig ressursutvikling og infrastruktur kan være kilder til konkurransefortrinn (Porter, 1985). Den menneskelige kompetansen i bedriften og kanskje spesielt i Profittsenter Oppdrett er svært viktig for NSF's verdiskaping. Selskapet har opp gjennom årene opparbeidet seg gode prosedyrer, rutiner og prosesser i produksjonen i begge profittsentrene. Dette er noe alle de ansatte er godt kjent med. Det er viktig at fokuset på kvalitet fortsatt står høyest og at NSF fortsetter å fokusere på gode rutiner, utvikling og opplæring av ansatte rundt nettopp dette. Denne prosessen må være styrt både fra administrativledelse og produksjonsledelse for å oppnå best mulige resultat slik at dette i fremtiden også vil være en viktig verdidriver for NSF. Ledelsen må jobbe med rekruttering av nye ansatte for å beholde konkurransefortrinnene de har. Å få tak i dyktig arbeidskraft kan i fremtiden bli vanskelig, blant annet fordi dagens samfunn nå er på utkikk etter mennesker med kunnskap og trolig vil flere velge å ta høyere utdanning som følge av dette.

Før vi går over på den eksterne analysen vil vi oppsummere og trekke frem en del faktorer som vi mener er med på å øke verdiskapingen i de to profittsentrene. Vi har valgt å se på disse faktorene som styrker og svakheter som er med på å gi bedriften konkurransefortrinn.

NSF har bygd seg opp gode kunde- og leverandørrelasjoner ute i markedene. Selskapet har vært i bransjene lenge og skaffet seg bekjente i næringen. Dette er etter vår mening en klar styrke for selskapet og bidrar til en viss grad til å gi bedriften konkurransefortrinn. Lokaliseringen til NSF er både en styrke og en svakhet. Styrken deres er, etter vår mening, at de kan dra fordeler av det klare, arktiske, kalde og rene vannet. Lokaliseringen langt fra markedene er derimot en svakhet fordi det, som tidligere nevnt, gir økte logistikkostnader.

Det at NSF opererer i to ulike bransjer, er både en styrke og en svakhet for selskapet. Styrken ligger i at selskapet får en mer differensiert portefølje. Svakheten mener vi ligger i at de er mer utsatt dersom begge næringene skulle oppleve dårlige tider. Samlet sett vurderer vi dette til å være en fordel for bedriften. Å operere i to bransjer er, som nevnt, en bevisst strategi fra ledelsen fordi det gir selskapet flere ben å stå på. Dette anser vi som et konkurransefortrinn

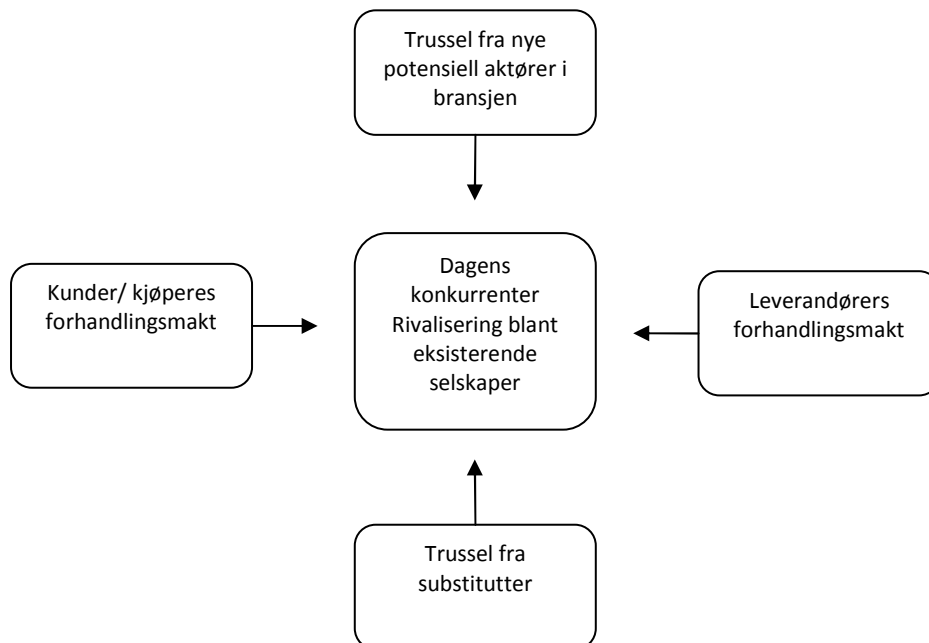
for NSF i tider med lav lønnsomhet i fiskeindustrien. Selskapet har da kunnet subsidiere investeringer i nytt produksjonsutstyr med kapital hentet fra Profittsenter Oppdrett.

5.2 Ekstern analyse

Michael Porter skriver i sin bok "Konkurransestrategi" fra 1980, at et av de viktigste punktene når en skal formulere en konkurransestrategi er å knytte bedriften til sine omgivelser. Han sier videre at en viktig nøkkelfaktor bedrifter må ta hensyn til er bransjene de konkurrer i. De forskjellige strategiene bedriften kan velge mellom er gitt ut fra hvordan bransjestrukturene er og hvilke konkurranseregler som gjelder. Nøkkelen til suksess ligger i hvordan bedriften klarer å takle de forskjellige konkurransekraftene i markedet.

Porter forklarer at konkurransetilstanden i en bransje avhenger av følgende fem krefter: *Potensielle nye bedrifter i bransjen, Kjøpere, Substitutter, Leverandører* og *Dagens konkurrenter* (Porter, 1980).

Modellen under bygger på Porters Five Forces:



Figur 10: Porters Five Forces, fritt etter Porter (1980)

Vi har som tidligere nevnt, valgt å dele opp NSF i to profittsentre. På bakgrunn av dette vil vi nå gjøre en analyse av de to bransjene som bedriften opererer i.

5.2.1 Trussel fra nye potensielle aktører i bransjen

Når nye bedrifter kommer på banen fører dette i de fleste tilfeller med seg ny kapasitet inn i markedene. Nyetablereren starter opp fordi vedkommende har tro på at det er mulig å tjene penger i bransjen, ved å ta markedsandeler fra eksisterende bedrifter. Dette fører ofte med seg økte kostnader og prispress på de allerede etablerte aktørene. I enhver bransje vil det finnes etableringshindre i form av blant annet statlige reguleringer, lover, monopoler, store kjeder som har fremforhandlet eksklusive kjøp eller salgavtaler og lignende.

Roos et.al (2005) har i boken ”Strategi- en innføring”, listet opp syv sentrale kilder til etableringshinder i en bransje:

- Stordriftsfordeler
- Produktdifferensiering
- Kapitalbehov
- Byttekostnader
- Adgang til distribusjonskanaler
- Kostnadsulempen som er uavhengig av størrelsesfaktoren
- Myndighetenes politikk

I primærbransjen til Nord-Senja fiskeindustri som er lakseoppdrett har det de siste årene vært en oppbygging av store konserner, som produserer i stor skala. Dersom enhetskostnadene for et produkt synker etter hvert som produksjonsvolumet stiger oppstår det stordriftsfordeler (Roos et al., 2005). Andre faktorer som bidrar til stordriftsfordeler kan være teknologisk utvikling og læringskurven. Fusjoner og oppkjøp av eksisterende bedrifter, samt oppkjøp av konkursbo etter dårlige perioder har ført til fremveksten av disse konsernene. Det er flere store børsnoterte selskaper i oppdrettsnæringen i dag. Dette er med på å gjøre det vanskeligere for nye aktører å etablere seg. Flere av de etablerte aktørene driver i storskala og opererer med stordriftsfordeler. Dermed anser vi dette som et middels til stort etableringshinder for nye

aktører. Dette fordi mindre aktører kan oppnå stordriftsfordeler eksempelvis ved å inngå samarbeid (Rusten & Aarset, 2007).

Når det gjelder produktdifferensiering i oppdrettsnæringen, oppleves ikke dette som et hinder for nye aktører. For å sette det litt på spissen er en laks en laks og selv om en har flere typer produkter av laks kan ikke dette ses på som et etableringshinder for nye aktører som vil inn i næringen. Produktdifferensiering vil derimot være større i fiskeindustrien. Denne bransjen har et bredt spekter av produkter. Vi kan nevne torsk, hyse, sei og makrell fremstilt som filet, fiskekaker, fiskeboller eller rund fisk. I denne bransjen har det de senere årene vært en tendens til differensiering i form av eksklusive produkter. Der prisene har vært høye og selskaper bare har kjøpt og solgt til utvalgte leverandører og kunder. Når det gjelder eksport av saltfisk har vi tidligere nevnt at dette i det siste har blitt et marked preget av lojalitet. Samarbeid og tillit er her blitt nøkkelford, noe som er med på å legge hindringer for nye aktører som vil inn i dette markedet. Men i de to bransjene som NSF opererer i ser vi ikke produktdifferensiering som noe etableringshinder.

Ved etablering i oppdrettsnæringen er kapitalbehovet et av de største hindrene slik vi ser det, spesielt hvis det er stor usikkerhet knyttet til avkastningen på investeringene. Hvis en skal drive i oppdrettsnæringen er en avhengig av å ha én eller flere konsesjoner. For å anskaffe disse kreves det god tilgang på kapital. Konsesjonsverdier varierer mye alt etter hvordan markedsutsiktene er og de siste årene har konsesjoner vært solgt for mellom fem (fra staten) og 40 millioner kroner. I tillegg reguleres eierskapet til en viss grad av staten og stadig nye miljøkrav er også med på å øke kapitalbehovet i næringen. På bakgrunn av dette mener vi at kapitalbehov er et betydelig etableringshinder for nye potensielle nye aktører. I fiskeindustrien anser vi ikke kapitalbehovet som et vesentlig hinder for nyetablering.

Adgang til distribusjonskanaler anser vi ikke som et større hinder for etablering i verken oppdrettsnæringen eller fiskeindustrien. Vi vil poengtere at det kan være vanskelig å få tilgang til råstoff i fiskeindustrien. Som tidligere beskrevet har dette blant annet sammenheng med strukturendringen i fiskeflåten og fordi kystflåten de senere årene stadig har blitt viktigere for filetindustrien på land. I denne sammenheng er det viktig å ha adgang til de rette distribusjonskanalene, for eksempel ved at en tilknytter seg lokale og lojale fiskere.

Det har vist seg at konkurranseevne er basert på kunnskap, noe som leder til at veletablerte bedrifter drar nytte av erfaringer, jfr. læringskurven. Dette fører igjen til at etablerte bedrifter kan prestere mer effektivt enn potensielle nye aktører. I den senere tid har det vist seg at flere bransjer reduserer enhetskostnadene sine etter hvert som de tilegner seg mer erfaring i produksjonsprosessen (Roos et al., 2005). Veletablerte bedrifter høster store fordeler av å inneha intern kompetanse og erfaring. Bedrifter som har drevet oppdrett eller saltfiskproduksjon over lengre tid sitter på mye kunnskap og erfaring som ikke kan kjøpes. Bedrifter som har eksperimentert i mange år for å finne de beste lokalitetene og rutinene for slakting har en stor fordel og dermed et forsprang på nye aktører. Vi mener derfor at kostnadsulemper er et etableringshinder for nye aktører som vil inn i både oppdrettsnæringen og fiskeindustrien.

Myndighetene styrer utdelingen av nye konsesjoner i oppdrettsnæringen. Bedrifter som ønsker å etablere seg i denne næringen må søke å dokumentere godt i forbindelse med en nyetablering. Ikke alle som søker om konsesjoner får det og dermed blir konsesjonene et klart hinder for nye aktører. Krav til rensing, forsterkede fortøyninger, rene soner i og rundt slakteriet og lignende krav gjør det stadig mer krevende å starte opp nye bedrifter. Dermed legger myndighetenes politikk et klart hinder for nye etableringer i oppdrettsnæringen.

5.2.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er andre varer eller tjenester kunder kan velge som et alternativ til en bedrifts produkter. Disse dekker de samme behovene som det produktet som blir valgt bort. Konsumentene kan velge kylling i stedet for laks, begge dekker behovet for ernæring og sultstimulering. Substitutter er med på å redusere den potensielle lønnsomheten i bransjen ved at de setter en begrensning når det gjelder prisnivået på et produkt. Det kan utvikles flere strategier som tar hensyn til substitutter. To hovedstrategier som viser seg å gå igjen er å akseptere at substituttene eksisterer å behandle dem som sentrale faktorer i markedet på samme måte som en gjør med andre konkurrenter. Eventuelt kan selskapet forsøke å lage en strategi som sperrer substituttene ute, det være seg differensiering av produkter, kostnadslederskap eller lignende tiltak (Roos et al., 2005).

Dagens samfunn har et stort fokus på helse og rett ernæring. Dette er et godt utgangspunkt for oppdrettere og fiskeindustrien som leverer et sunt alternativ til markedet. Vi ser en større tendens til at også fastfoodkjeder tar inn fisk og andre sunne produkter i sitt sortiment. Ett eksempel på dette er laksewrap fra Hitra som serveres hos McDonalds.

Det finnes en rekke substitutter til laks: andre typer fisk, fjærkre og annet kjøtt. Alle disse dekker de samme behovene som laksen gjør, dette fører til at kampen om markedsandelene i bransjen er hard, og trusselen fra substitutter er sterk.

5.2.3 Kunders forhandlingsmakt

Kunder vil gjerne presse ned prisene så mye som mulig på produkter, eller heve kvaliteten så langt det lar seg gjøre. Dette går igjen utover fortjenesten til selgeren. Ut fra dette kan vi si at kundenes forhandlingsposisjon spiller en viktig rolle når en skal vurdere dagens konkurransesituasjon. Under har vi listet opp forhold hvor kundene har en sterk posisjon ved forhandlinger:

- Hvis kundene er store eller de kjøper store kvanta
 - Hvis produktet utgjør en stor del av kundens totale innkjøp eller kostnader
 - Hvis produktene er udifferensierte eller standardiserte
 - Hvis kunden har mulighet til å integrere bakover i verdikjeden (vertikal integrering)
 - Hvis selskapets produkt har liten betydning i den videre produksjonsprosessen til kunden (for eksempel halvfabrikata)
 - Hvis full informasjon eksisterer
- (Roos et al., 2005)

Oppdrettsbransjens kunder er både store og små detaljister, i tillegg til videreforedlingsbedrifter. Disse er spredt over hele verden, noe som er med på å komplisere salget. Store kjeder som Marks & Spencers, Carrefour, Aldi og Lidl inngår store kontrakter med flere aktører i markedet, trolig for å sikre størst mulig konkurranse på pris. I makt av sin størrelse klarer de å presse prisene ned. Ingen av de store kundene benytter seg av kun en leverandør av laks (Eide, 2005). Det finnes også mindre aktører som kjøper laks, men disse

har relativ lite makt over oppdretterne. Hvis det er lite laks i markedet, er maktforholdet snudd og da er det oppdretteren som sitter på makten. Rene eksportører, slakterier eller røykerier klarer sjelden å ta ut store gevinster og har i så måte ingen reell makt i bransjen. Valutakurser spiller også inn i maktforholdet mellom de forskjellige aktørene. Med andre ord er kundene få i antallet og derfor har de en sterk forhandlingsposisjon ovenfor næringen når det gjelder pris og kvanta.

I fiskeindustrien derimot er det mange kjøpere. Her er forhandlingsmakten jevnt fordelt mellom kjøper og selger. Ser vi på saltfiskmarkedet har det i de senere år blitt mer vanlig at eksportørene leverer til faste kunder i Sør-Europa. Forhandlinger, lojalitet og samarbeid er blitt viktige nøkkelord i relasjoner mellom eksportører og kunder. Med andre ord har kundene i denne bransjen begrenset makt i forhold til sine leverandører.

5.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Som nevnt ovenfor kan kundene presse ned overskuddene i en bransje hvis de rette betingelsene er til stede. Det samme gjelder på leverandørsiden. Roos et al. sier at dette i praksis skjer ved at leverandørene truer med å redusere kvaliteten eller sette opp prisen på det de leverer. Det listes opp en rekke faktorer hvor leverandører har makt i forhold til den aktuelle bedrift:

- Hvis leverandørene er få i antallet
- Hvis substitutter ikke er til stede i konkurransen
- Hvis produktet de leverer er en viktig faktor i kjøpers produksjonsprosess
- Hvis produktene deres er differensierte
- Hvis leverandørene har mulighet til å integrere fremover i verdikjeden (vertikal integrasjon)

(Roos et al., 2005)

Da fôr utgjør store deler av kostnadene i oppdrettsbransjen er det primært fôrleverandørene som har makt over bedriftene. Det er i hovedsak tre store leverandører, disse er EWOS, Skretting og BioMar (Biomarin-Vekst, 2007). Disse leverandørene leverer til mesteparten av

det norske, skotske og kanadiske markedet. Oppdrettsnæringen har tidligere opplevd dårlige år. Dette har ført til at leverandører har gitt fôrkreditter til bedrifter som har hatt dårlig likviditet. Trolig har leverandører kunnet knytte til seg bedrifter i langsiktige kontrakter med en gitt fôrpris (Johansen, 2008). Med få leverandører skulle det tilsi at disse har en betydelig makt, men forandringer i næringen har de senere årene endret maktbalansen. Dette er Norway Royal Salmon et eksempel på. Selskapet forhandler om fôrleveranser for mange små aktører, som dermed oppnår bedre betingelser (NRS, 2008). Dette har ført til at oppdretterne har fratatt fôrleverandørene en del av sin makt. Oppdrettsnæringen er svært avhengig av fôrleverandørene, men marginene og makten til leverandørene har de senere årene blitt redusert, til tross for dette har leverandørene en betydelig maktposisjon ovenfor sine kunder.

I fiskeindustrien er det primært råvareleverandørene (fiskerne) som sitter på makten. De står fritt til å levere fangsten hvor de måtte ønske, og de leverer ofte der de får den beste prisen. Det fører til at fiskerne får mer makt i form av å kunne presse fiskemottakene på pris. Det finnes flere mekanismer for å redusere fiskernes forhandlingsmakt. For å tiltrekke seg fiskere kan fiskemottakene tilby velferdsgoder som eignerbu, leilighet, rabatterte forbruksmateriell og andre tilbud fiskerne ønsker. Dette er med på å gjøre fiskerne lojale og kan føre til at de leverer til det samme mottaket uten at de nødvendigvis får den beste prisen for fangsten. Langsiktige leveringsavtaler vil også være en strategi fra fiskemottakenes side for å redusere fiskernes forhandlingsmakt. Det kan selvsagt være andre faktorer som påvirker lojaliteten til et spesielt mottak, for eksempel tilhørighet til hjembygda eller familiært eierskap. Dermed er det leverandørene, i dette tilfellet fiskerne, som har makten i denne bransjen.

5.2.5 Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter

Bedrifter kan bruke mange forskjellige virkemidler for å oppnå en best mulig posisjon i markedet i forhold til sine konkurrenter. Noen velkjente virkemidler er annonsekrig, produktlanseringer, priskonkurranse og bedre garantibetingelser, samt kundeservice. Når en skal vurdere rivalisering mellom bedrifter må det tas hensyn til flere faktorer. Under har vi nevnt de vi mener er viktigst.

Mange konkurrenter, eller at forholdet mellom aktørene er i likevekt – Dette kan føre til at enkelte bedrifter går sine egne veier, noe som igjen leder til ustabile forhold fordi de andre aktørene har styrke til å respondere på eventuelle angrep fra bedriftene som går egne veier.

Høye lagerkostnader eller faste kostnader – Under slike forhold forsøker bedriftene å utnytte sin kapasitet til det ytterste og på den måten presse ned enhetskostnadene. Bedrifter som har liten verdiskaping per enhet vil ha et incentiv til full kapasitetsutnyttelse. Dette vil igjen lede til press på prisene siden en har et stort tilbud i markedet. Høye lagerkostnader vil gi like problemer og også her vil bedriftene redusere prisene sine for å øke omløpshastigheten på varelageret sitt.

Høye avviklingshindringer – Det være seg strategiske, økonomiske eller av følelsesmessig karakter. Hvis en driver i en bransje med spesialtilpassede anleggsmidler og disse ikke har et alternativt bruksområde, vil dette representere et betydelig avviklingshinder for bedriften. Selskapet kan risikere å ikke få den prisen de forventer ved et eventuelt salg av eiendelen. I tillegg vil det oppstå andre avviklingskostnader ved opphør av en bedrift eller enhet (Roos et al., 2005).

Spesielt skal en legge seg på minnet konsekvensene og de følelsesmessige aspektene ved en avvikling. Disse kan gi store innvirkninger i et lite lokalsamfunn. Dette har vi sett i Finnmark med mange nedleggelse av fiskeriforedlingsbedrifter. Noe som har resultert i at hele samfunn lider og at mange av innbyggerne blir tvunget til å flytte vekk for å finne seg nye jobber.

Veksten i oppdrettsbransjen har som nevnt vært sterk fra tidlig på åttitallet og frem til i dag. EU er i dag Norges største eksportmarked og kjøper rundt 75 prosent av all den laksen vi eksporterer (E. Dahl, 2007). Men Russland og Østen, da i hovedsak Kina, har et enormt potensial for de norske oppdretterne og eksportørene.

Næringen er preget av høye lagerkostnader og da spesielt varer under tilvirkning. Dette fører til at aktørene forsøker å utnytte kapasiteten maksimalt, noe som kan føre til at en overstiger sin MTB grense. Ved å bryte forskriftene kan de redusere enhetskostnadene sine og dermed øke marginene. Et resultat av dette kan bli prispress dersom tilbudet blir for stort og til slutt kan dette gå ut over alle aktørene i næringen. Overskridelse av MTB kan som tidligere nevnt bli svært dyrt for bedriften, vi refererer til bøter i millionklassen. I oppdrettsnæringen er det

ikke spesielt høye økonomiske avviklingshindringer. Det er et godt andrehåndsmarked for konsesjoner og produksjonsutstyr, det være seg slakteutstyr, brønnbåter og lignende. Men det følelsesmessige aspektet ved en avvikling kan veie tyngre enn det økonomiske, spesielt dersom det er snakk om hjørnesteinsbedriften i bygden.

5.2.6 Makroomgivelser

I tillegg har vi, som tidligere nevnt, valgt å legge til en kort analyse rundt makroomgivelsene til selskapet. Det at disse næringene produserer og selger sine produkter på forskjellige lokaliteter og markeder i verden gjør at de har flere faktorer å forholde seg til, i motsetning til de som bare selger i Norge. Vi har valgt å fokusere på tre faktorer som vi anser som viktige å se nærmere på under en slik bransjeanalyse.

Toll og politikk

Norge er det landet som har vært hardest utsatt for tollrestriksjoner eller barrierer i følge med salg av oppdrettsfisk. Norge har tidligere pådratt seg straffetoll i forbindelse med dumpinganklager fra USA og EU, mens i de siste årene har det vært problemer mot Russlandsmarkedet med importforbud. Russiske veterinærmyndigheter har innført strengere krav til norsk oppdrettslaks etter anklager om for høye verdier av miljøgifter. Russerne skal nå selv kontrollere alle anlegg som leverer fisk til Russland. Det samme gjelder for sildeleverandører (Larsen, 2008). Tollsatsene er for USA og EU et spørsmål om proteksjonistisk politikk. Det at noen norske selskaper produserer i ulike regioner av verden gjør at de til en viss grad kommer seg unna tollproblematikken. Land som Chile, Skottland og Canada har ikke tollrestriksjoner hengende over seg og dermed slipper selskapene unna dette.

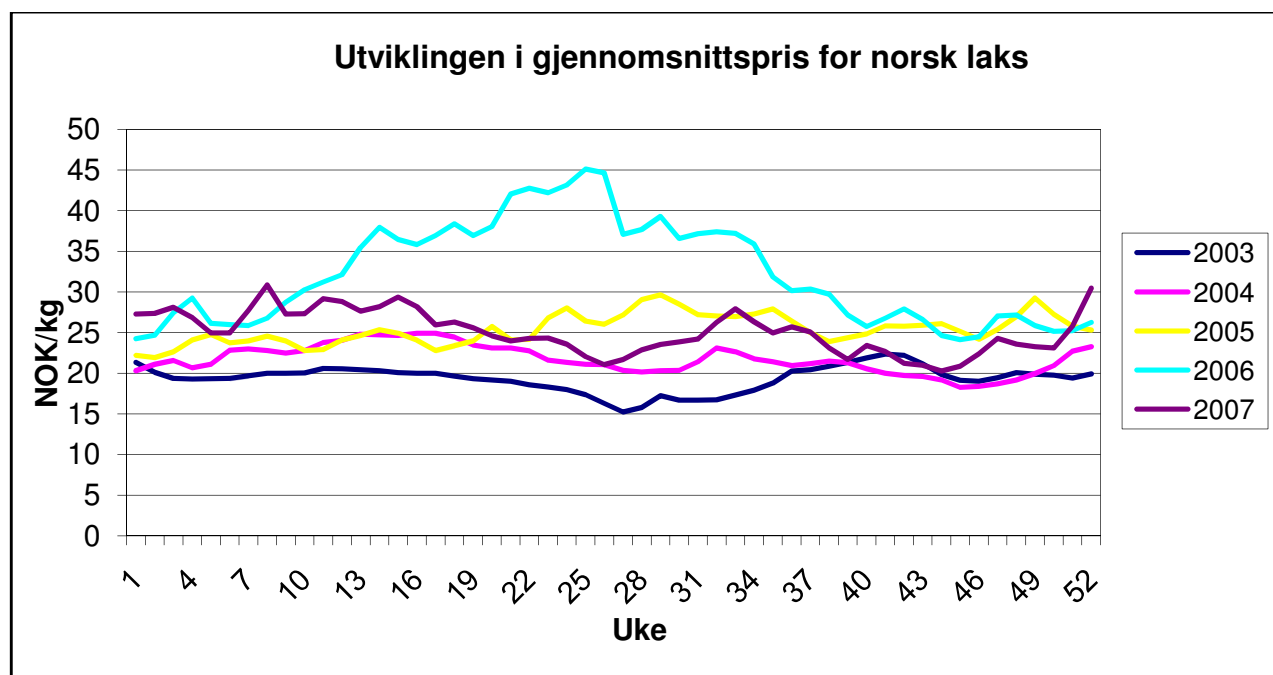
Som nevnt er det EU som er hovedmarkedet for norsk laks. Straffetollen fra EU har dermed redusert profittgrunnlaget for norske selskaper betydelig, men nå går norske bedrifter endelig lysere tider i møte takket være avgjørelsen til WTO. *”Norge har hatt et uavklart handelsforhold på laks med EU i nærmere 20 år. I 2006 ble det blant annet innført minstepriser på norsk laks. Minsteprisene varierer for ulike lakseprodukter og angir en minste salgspris for innførsel av norsk laks til EU”* (Kvistad, 2008). WTO har per 15.januar

2008 vedtatt rapporten Norge reiste mot EUs anti-dumpingstiltak mot norsk laks. Dette betyr at norsk laks snart kan gå uhindret til EU. Det heter i kjennelsen blant annet at tiltakene mot norsk laks ble fattet på sviktende grunnlag (Kvistad, 2008).

Uten disse restriksjonene vil Norge trolig i fremtiden kunne øke sin eksport av oppdrettslaks til EU. Hvis vi kommer til en enighet med Russland vil næringen etter vårt syn gå en meget positiv tid i møte. Vi tror ikke norske produsenter vil få større problemer med produksjonsbegrensninger, da vi i fremtiden trolig vil få flere konsesjoner og produksjonslokaliteter i Norge. På bakgrunn av dette tror vi lønnsomheten i fremtiden kan økes. Dette begrunner vi med at vekstpotensialet i de overnevnte markedene er stort. Østen er det mest befolkede området i verden og økonomien der er i sterk vekst.

Svingning i bransjene

Oppdrettsnæringen har vært sterkt preget av svingninger. Dette gjelder både for sesong- og konjunktursvingninger. Som vi ser av grafen under har lakseprisene varierer mye i årene 2003 til 2007. Dette er noen som bransjen tidligere også har opplevd og helt siden starten har prisene vært volatile.



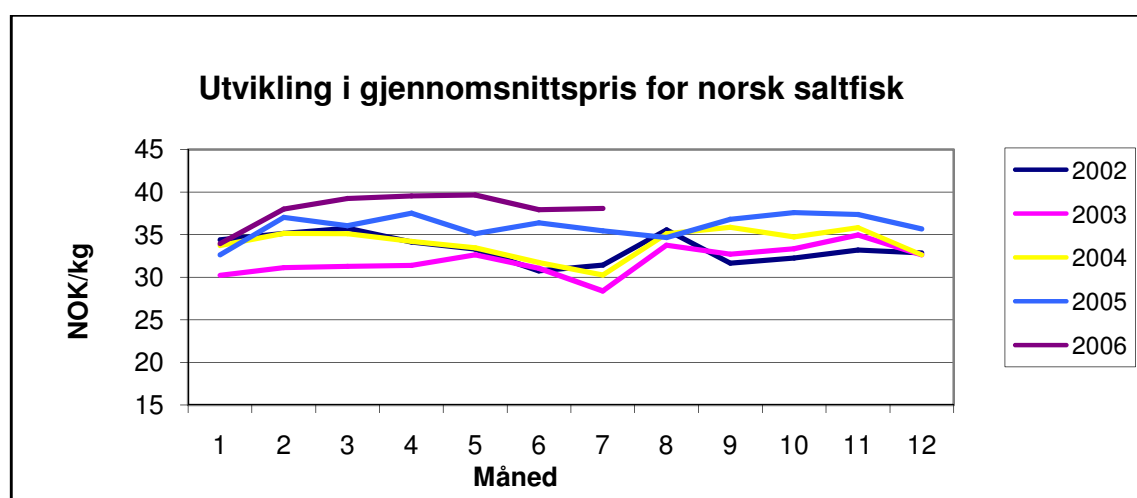
Figur 11: Gjennomsnittspris for norsk laks (per kg sløyd) (Vassdal, 2008)

Statistisk sentralbyrå publiserte i 2004 rapporten "Mot beder tider for lakseeksporten?" Her påpekte de at en av de viktigste årsakene til redusert inntjening i perioden 2001 til 2003 var den negative prisutviklingen på verdensmarkedet. Når en i tillegg fikk en sterk kronekurs fikk dette stor innvirkning på inntjeningen (SSB, 2004a). Norges Bank skriver i sin inflasjonsrapport nummer 1/ 2002, at lakseprisen falt med nesten 20 prosent i 2001. Videre skriver de at det økte tilbudet på verdensmarkedet har ført til pressede marginer, lavere priser, samt tap av markedsandeler. Lakseavtalen med EU, som setter en minstepris på salg av laks fra Norge, trekkes frem som en viktig årsak for tap av markedsandeler (Norges Bank, 2002). Bjørndal og Aaker presiserer i boken "Havbruk: Akvakultur på norsk" at reduksjonen i inntjeningen kom som en konsekvens av den statlige reguleringen av total mengde tillatt utføring per konsesjon. Det øvre taket for total mengde fôr ble økt i årene 1996 til 2004 og forfatterne konkluderer med at den årlige økningen ble for høy. Noe som igjen førte til en rask og høy produksjonsvekst som presset prisene og lønnsomheten i næringen ned. Denne reguleringsmetoden får skylden for de reduserte inntjeningene fra 2000 og årene som fulgte (Rusten & Aarset, 2007). I 2004 hadde derimot kronekursen svekket seg mot Euro. Dette ga en positiv effekt på prisen de norske oppdretterne fikk, da Euro er den viktigste oppgjørsv valutaen for laks. Det vises også til at noe av problemene med den lave prisen skyldes økt tilbud fra andre oppdrettsnasjoner som Storbritannia og Chile (SSB, 2004b). Næringen kommer også i fremtiden til å oppleve svingninger, men med et fortsatt fokus på kostnader tror vi at bedriftene klarer å takle svingninger bedre enn det mange gjorde i 2003.

Som nevnt over har norsk laks snart uhindret adgang til EU-markedet. Dette tror vi vil ha en positiv effekt på svingningene i bransjen. Trond Davidsen, direktør for handelspolitikk i FHL, har uttalt følgende *"En uhindret adgang til EU-markedet for norsk laks kan være med på å redusere de sykliske svingningene i næringen, ved at det blir mulig å operere langt mer langsiktig i markedsarbeidet enn det har vært til nå"* (Kvistad, 2008).

Norge må være forsiktig med strategier de velger å benytte seg av i fremtiden. En kan raskt komme ut i uføret igjen å pådra seg nye restriksjoner. Vi skal bare 20 år tilbake i tid til det berømte "Lakseberget" i 1989/1990. Dette fikk et svært uheldig resultat for Norge ovenfor EU. Her økte produksjonen med flere titusen tonn i løpet av et par år, noe som ble for mye for markedet. Det kan da poengteres at mye har skjedd siden da, blant annet er markedet blitt mye større og en har i dag en bedre kontroll over markedet.

I fiskeindustrien og da nærmere bestemt i saltfiskbransjen som vi har valgt å se nærmere på, er svingningene på langt nær så store som i oppdrettsbransjen. Sammenlignet med oppdrettsnæringen som hadde en differanse på 30 kr per kg mellom topp og bunnåret, ser vi at svingningene ikke er så store her. Dersom vi ser på prisutviklingen i bransjen for perioden 2002 til 2006 ser vi at det var en topp i mai 2006 på 39,65 kr per kg, mot 28,38 kr per kg i bunnåret 2003. Det gir en differanse på 11,27 kr per kg. Dette har sammenheng med at saltfisk bransjen er en eldre og mer etablert bransje enn oppdrett og at den teknologiske utviklingen ikke har vært like høy som i oppdrettsbransjen de senere årene. Bransjen benytter seg ofte av gamle og tradisjonelle produksjonsprosesser.



Figur 12: Utviklingen i gjennomsnittspris for norsk saltfisk (Vassdal, 2008)

Miljøperspektivet

I en artikkel i Dagens Næringsliv fra 21.februar 2008 henvises det til at seismikkskyting kan få fisk til å rømme fra fiskefeltene. Artikkelen viser til en rapport fra Havforskningsinstituttet skrevet i 1993, hvor seismikkskyting hadde en negativ effekt på trålfiske etter torsk. Fangstene gikk ned i områder rundt seismikkskip helt ut til 33 kilometer fra lydilden. Denne skytingen skapte i 2007 store konflikter mellom fiskerier og oljenæringen. En kan enkelt forestille seg konflikter med akvakulturnæringen dersom det skulle vise seg at seismikkskytingen skulle påvirke oppdrettsfisken også.

Det er og har vært et stort fokus på rømming fra oppdrettsanlegg. Bekymringen er at villlaksestammen skal bli ødelagt av oppdrettslaks. På nettsiden til Miljøstatus i Norge kommer det frem at det primært er spredning av sykdommer og utvanning av gener som truer

villlaksen. Som en konsekvens av dette er det innført vern av mange områder der en finner viktige villaksbestander (Direktoratet for naturforvaltning, 2007). Oppdretter risikerer å få bøter i millionklassen ved rømming, dette kommer i tillegg til de økonomiske tapene på den rømte laksen, samt skadene på merdene og fortøyninger. Fiskeridirektoratet har på sine nettsider oppdatert statistikk på rømming av oppdrettsfisk. Gjennomsnittet for årene 2001 til 2007 er på 609 286 fisk. Fra 2006 til 2007 har antallet rømt oppdrettsfisk gått ned med hele 538 000 (Fiskeridirektoratet, 2008).

Oppdrettsnæringen har helt i fra starten av slitt med sykdommer, mye av dette skyldes at fisken har stått for tett i merdene. Utbrudd av sykdommer kan ha stor innvirkning på lønnsomheten til bedriften og ikke minst miljøet i havet. ILA er den sykdommen flest forbinder med laks, men i tillegg til denne er det også flere andre alvorlige sykdommer laksen er utsatt for. Her er en oversikt over de mest vanlige:

Bakteriesykdommer BKD - Renibacterium salmoniarum SRS - Salmonid Rickettsial Septicemia A typisk Aeromonas Salmonicida	Virus IPN - Infectious Pancreas Nekrose ILA - Infectious Salmon Anemia
Parasitter Caligus - Lakselus (Lepeophtheirus salmonis) Nucleospora salmonis	Sykdommer med ukjent årsak Salmonic Icteric syndrom

Tabell 4: Oversikt laksesykdommer (Vassdal, 2007)

De ulike sykdommene vil kreve ulik behandling. Ved for eksempel et ILA utbrudd må anlegg ligge brakk over en lengre periode, dette byr på enda flere vanskeligheter dersom bedriftene ikke har alternative lokaliteter å bruke i driften. Det har tidligere vært brukt mye antibiotika i oppdrettsnæringen, men en har i Norge redusert denne bruken kraftig. Blant annet fordi en er redd for at bakteriene skal bli resistente. I dag benyttes det rundt 1,5 tonn antibiotika i lakseoppdrettet årlig i Norge, forskjellen er stor fra 1987 da vi brukte i underkant av 50 tonn årlig. Oppdretterne i Norge har dermed hatt en meget positiv utvikling på dette området. I Chile, en av de andre virkelig store oppdrettsnasjonene i verden, har man ikke noen offentlige rapporter på dette. Men det spekuleres i at det årlig blir brukt så mye som 600 tonn antibiotika, dette på å oppdrette 359 000 tonn i 2007. På samme tid bruker Norge 1,5 tonn til å oppdrette 750 000 tonn (Vassdal, 2007) (Eksportutvalget for fisk, 2008a).

Verning av miljøet har stort fokus både fra næringens og myndighetenes side. Frisk fisk, mindre rømming og rene, klare kalde hav skal være elementer som skal bidra til å selge fisken vår på de internasjonale markedene. Andre fiskerinasjoner har opplevd større oljekatastrofer som har påvirket fiskeriene. I 1989 hadde for eksempel Alaska et større utslipp da Exxon Valdez grunnstøtte. Dette kan i mange tilfeller føre til negativ oppmerksomhet, men de har fortsatt kunnet selge fisken sin. I et tilfelle med en større oljekatastrofe vil Norge kunne få problemer med sitt image som en tilbyder av ren fisk. Arne Hjeltnes poengterte dette godt i sitt foredrag under Håp i Havet 2008 ved Norges fiskerhøgskole; ” *Kineserne vil ikke kjøpe forurenset fisk fra Norge, det har de nok av selv og kan kjøpe denne mye billigere i Kina.*” Dette er et meget godt poeng av Hjeltnes (Hjeltnes, 2008). Vi må ta hensyn til miljøet vårt, og det er noe både fiskerinæringene og oljenæringen må ta inn over seg. Vi er helt sikre på at sunn og ren sjømat i fremtiden vil bli enda viktigere enn i dag, og da må miljøfokusset innlemmes i alle ledd i næringen.

6 Regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen har vi valgt å ta utgangspunkt i årsregnskapet til Nord-Senja Fiskeindustri som én enhet. Vi kunne valgt å se på de ulike profittsentrene, men dette kunne ført til store feilkilder. Vi har på tross av dette tatt med bransjetall for både oppdrett og konvensjonell fiskeindustri, slik at vi får en ledetråd på hvordan NSF presterer i forhold til bransjene.

I dette kapitlet vil vi analysere de vanligste nøkkeltallene i en regnskapsanalyse. Vi vil se nærmere på likviditetstall, rentabilitetstall, samt soliditetstall. Regnskapstallene er historiske tall, men en analyse av disse vil gi verdifull informasjon om hvordan driften har vært.

I analysen har vi benyttet oss av regnskapstallene til Nord-Senja Fiskeindustri for tidsrommet 2003 til 2007. Da bransjetallene for oppdrettsnæringen i 2007 i skrivende stund ikke foreligger, benytter vi oss av tallene for perioden 2003 til 2006. Tallmaterialet har vi hentet fra ”Økonomiske analyser fiskeoppdrett. Lønnsomhetsundersøkelser for matfiskproduksjon, laks og ørret” (Fiskeridirektoratet, 2007). Når det gjelder fiskeindustrien har vi også valgt å bruke tallene for 2003 til 2006. Tallmaterialet er hentet fra ”Driftsundersøkelsen i fiskeindustrien – resultater for driftsåret 2006” (Bendiksen, 2008). Her har forskeren delt opp fiskeindustrien i flere kategorier. Vi har valgt å bruke tallene fra kategorien *konvensjonell industri*, fordi denne best beskriver sektoren som NSF operere i. I denne sektoren finner vi bedrifter som primært driver med saltfisk, tørrfisk, klippfisk og ferskfisk.

Da vi har fått tilgang på regnskapstallene til NSF for 2007 har vi valgt å inkludere disse i regnskapsanalysen. Dette vil hjelpe oss i estimeringen av den fremtidige utviklingen i selskapet.

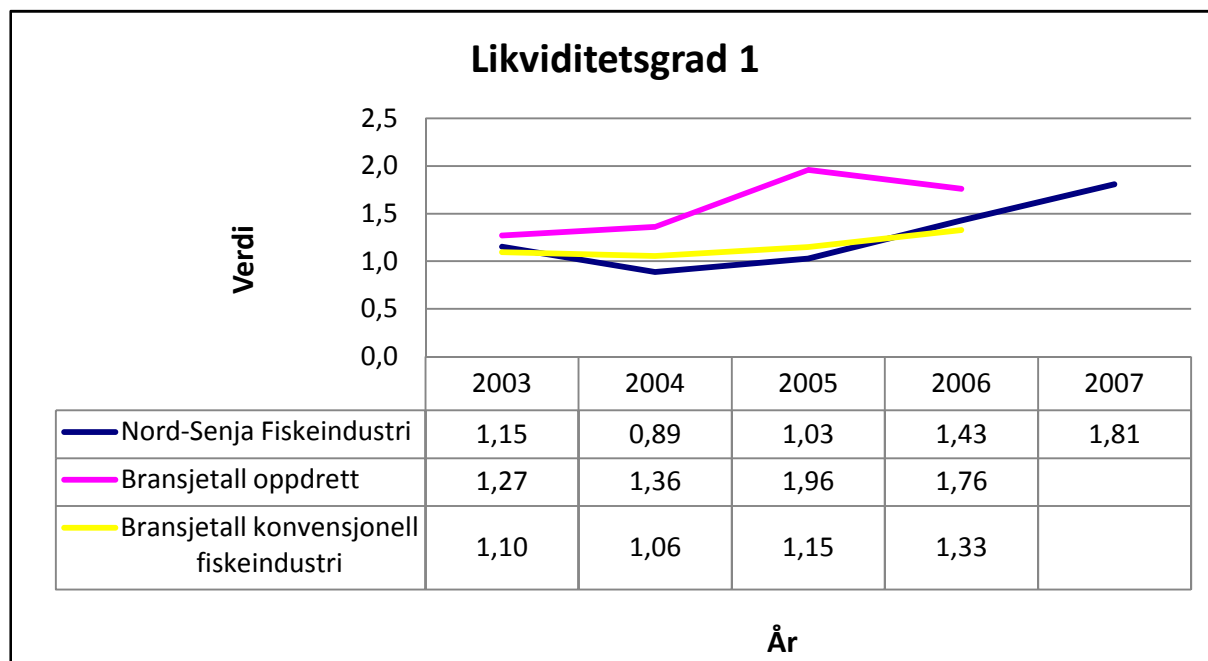
6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyser viser en bedrifts evne til å betale sine løpende forpliktelser. Likviditeten til et selskap forteller om de til enhver tid tilgjengelige midlene selskapet har til å dekke sine betalingsforpliktelser. Det bør ikke benyttes kortsiktige lån for å finansiere eiendeler med lang levetid. Dersom en til tross for dette velger å benytte seg av en slik finansieringsform vil dette føre til et kortsiktig likviditetsmessig utlegg, uten tilhørende inntekter. Ledelsen må ha fokus på kontantstrøm i selskapet å sørge for at det til enhver tid er likvid. Dårlig kontroll på netto kontantstrøm kan føre til at selskapet risikere å bli illikvid og i verste fall insolvent. Vi vil se nærmere på likviditetsgrad 1 og 2.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Tolkningen av likviditetsgradene kan være noe ulik for de forskjellige bransjene. Vi har sett på anbefalingene som fremkommer i læreboken "Business Analysis and Valuation" hvor de sier at likviditetsgrad 1 bør være større enn én. Dette indikerer at selskapet kan dekke sine forpliktelser ved å benytte seg av de tilgjengelige omløpsmidlene. Dersom noen av disse omløpsmidlene viser seg å være vanskelig og realisere verdien på, kan selskapet oppleve at likviditeten ikke er godt nok. Denne boken baserer seg på anbefalingene fra International Financial Reporting Standards (IFRS), og er dermed de internasjonale anbefalingene (Palepu, 2007). Vi har derimot valgt å benytte oss av den norske læreboken "Årsregnskapet – en grunnleggende innføring" hvor det anbefales at likviditetsgrad 1 bør være større enn to for å være tilfredsstillende (Kristoffersen, 2002). Vi begrunner dette med at vi analyserer et norsk selskap og mener derfor at norske anbefalinger er bedre tilpasset våre forhold.

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



Figur 13: Likviditetsgrad 1

Vi har allerede nevnt at likviditetsgrad 1 bør være større enn to og som vi ser av tabellen over varierer graden til NSF fra 0,89 og opp til 1,81. Selskapet oppfyller dermed ikke anbefalingen til likviditetsgrad 1, men dersom vi sammenligner med de to bransjetallene ser det bedre ut. Som vi ser var tallene til NSF spesielt svake i perioden 2004 og 2005. Dette skyldes at selskapet i september 2004 hadde et stort havari på anlegget sitt. Storm og uvær knuste 8 merder og selskapet måtte slakte ca 300 tonn fisk som de ikke kunne selge. I tillegg ble vekstgrunlaget for andre generasjoner ødelagt, slik at det totale tapet for bedriften ble på ca 500 tonn, ferdig slaktevekt. Dette utgjorde 7 650 530 kroner, noe som var større enn årsunderskuddet for 2004. De siste årene derimot har denne graden økt og vi ser at den nå beveger seg mot et bra nivå. Dette er en tendens vi tror vil fortsette, og at NSF i løpet av få år vil oppnå en likviditetsgrad som tilfredsstillende anbefalingene.

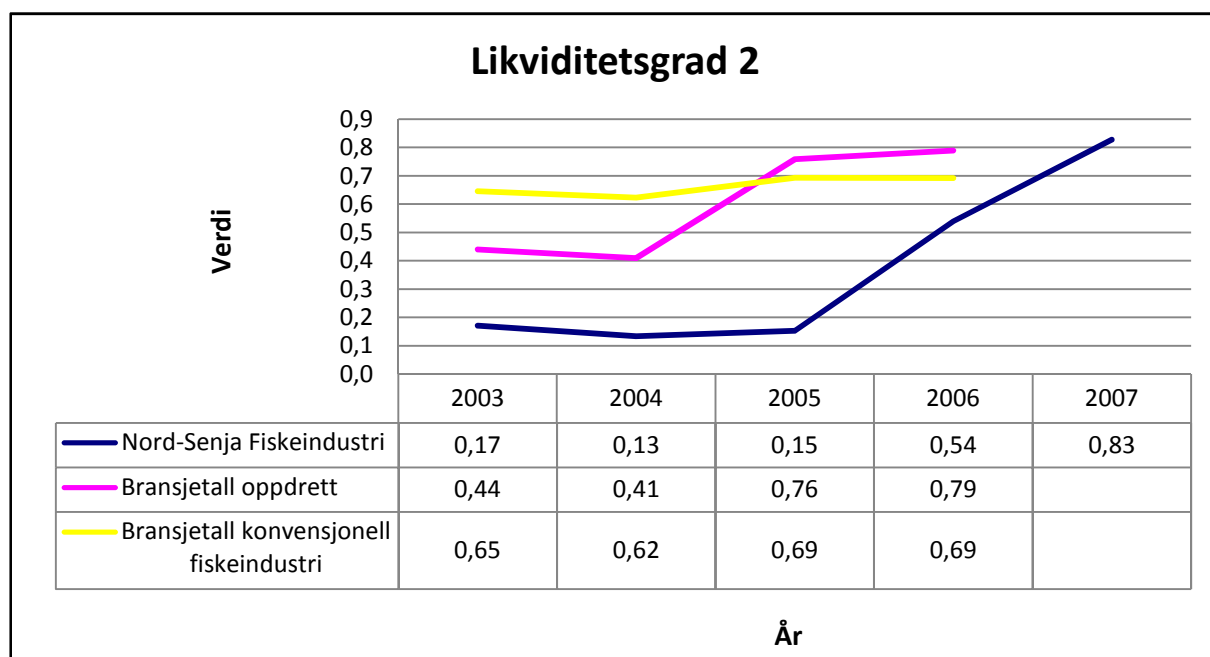
6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 forteller om selskapets evne til å dekke sine løpende forpliktelser ved hjelp av de mest likvide omløpsmidlene. Disse finnes ved å trekke varelageret fra de totale omløpsmidlene. Man velger å se bort fra varelageret fordi dette ofte er grunnen til problemene. Ved å bygge opp et stort varelager binder bedriften opp kapital som kan være

vanskelig å frigjøre. En velger å se på dette forholdstallet i tillegg til likviditetsgrad 1, fordi dette er et mer konservativt forholdstall, da varelager ikke tas med. Dette fører til at likviditetsgrad 2 alltid vil være lavere enn likviditetsgrad 1. Anbefalingen til nøkkeltallet er at det bør være større enn én.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

I posten mest likvide omløpsmidler inngår normalt de omløpsmidler som kan realiseres i løpet av tre måneder. I denne posten finnes verdipapirer, kundefordringer og eventuelt andre fordringer (Hoff, 2002). I vårt tilfelle har vi benyttet oss av de totale omløpsmidlene fratrukket varelageret.



Figur 14: Likviditetsgrad 2

Her ser vi mye av det samme som for likviditetsgrad 1. En svak periode den første tiden, mens vi ser en positiv tendens de siste årene. Også her har havariet og nedslaktingen i 2004 påvirket likviditeten til bedriften. Sammenligner vi med bransjene har ikke NSF vært på et tilfredsstillende nivå. Bedriften klarer ikke å leve opp til anbefalingen for nøkkeltallet, men i 2007 nærmer de seg en likviditetsgrad på én. Den positive utviklingen mener vi vil fortsette i fremtiden og at bedriften i løpet av noen år vil ha en likviditetsgrad på over én.

6.2 Soliditetsanalyse

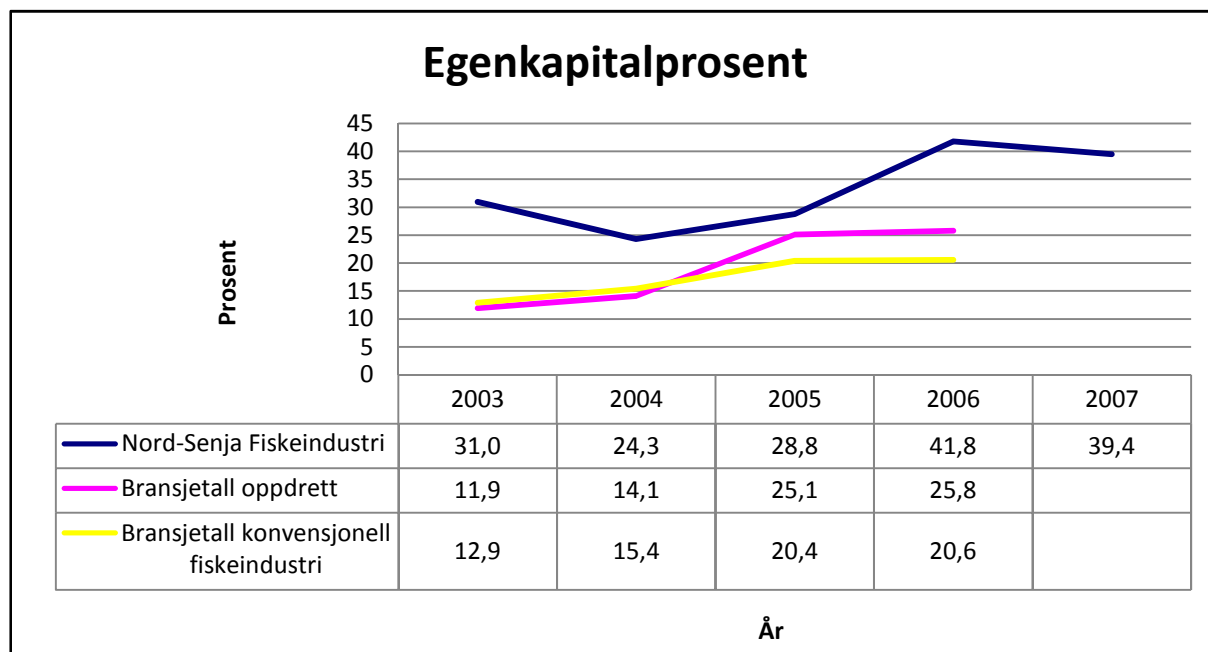
Hvor solid en bedrift er kan synliggjøres på flere måter. Viktige nøkkeltall ved en soliditetsanalyse er egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedekningsgrad. Samlet forteller disse nøkkeltallene i hvilken grad bedriften er i stand til å ta tap. Soliditeten kan ses på som størrelsen på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Dette forholdstallet viser hvor stor del av totalkapitalen til bedriften som er finansiert med egne midler. Det forteller også hvor mye selskapet kan tape før fremmedkapitalen (altså gjelden) blir påført tap. Dess høyere egenkapitalprosent, dess høyere soliditet. Når en skal analysere egenkapitalen må en se på utviklingen over tid (Kristoffersen, 2002).

Det er ingen klare retningslinjer til hvor stor egenkapitalprosenten i en bedrift skal være. Lov om aksjeselskaper (1997-06-13) (asl.) paragraf 3-4 stadfester imidlertid at ”*selskapet til enhver tid skal ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet*” (Norge, 2004). Dette betyr igjen at det er styret som til enhver tid må vurdere om størrelsen på egenkapital er forsvarlig ut fra driften i selskapet og eventuelt foreslå tiltak til forbedring, jfr. asl. § 3-5 1.ledd. Aksjelovens § 8-1 2.ledd sier at det ikke er anledning til å dele ut utbytte hvis egenkapitalen etter balansen er mindre enn ti prosent av balansesummen (Norge, 2004).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} * 100 \%}{\text{Totalkapital}}$$



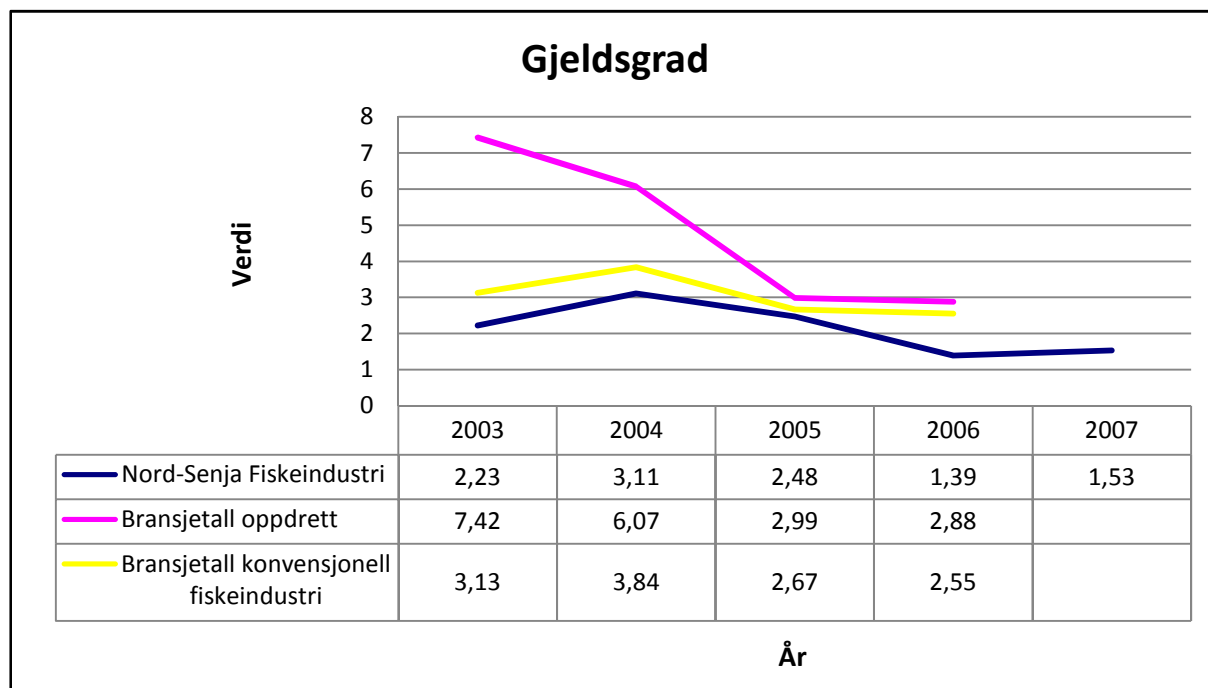
Figur 15: Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten til Nord-Senja Fiskeindustri har hele i perioden vært bra. NSF fremstår som en solid bedrift og kreditorer bør derfor ikke ha større problemer med å innvilge bedriften kreditt. Sammenlignet med de to bransjene overgår NSF dem begge. Havariet i 2004 har også her innvirkning på nøkkeltallet, noe som gjenspeiler seg i nedgangen i egenkapitalandel fra 2003 til 2004. Forutsatt at eierne ikke velger å ta ut større utbytter, mener vi at egenkapitalandelen vil være på samme nivå i fremtiden.

6.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvordan kapitalen i bedriften er finansiert av eiere og utenforstående. Dette tallet vil en skal være så lavt som mulig, det betyr at desto lavere tall er, dess mer solid er bedriften. Hvis bedriften har lite gjeld, vil det si at kravet til kontantinntjening vil bli mindre og dermed reduseres risikoen for å bli slått konkurs betraktelig. Når gjeldsgraden er mindre enn syv anses den for å være tilfredsstillende, mens mindre enn to er god gjeldsgrad (Kristoffersen, 2002).

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$



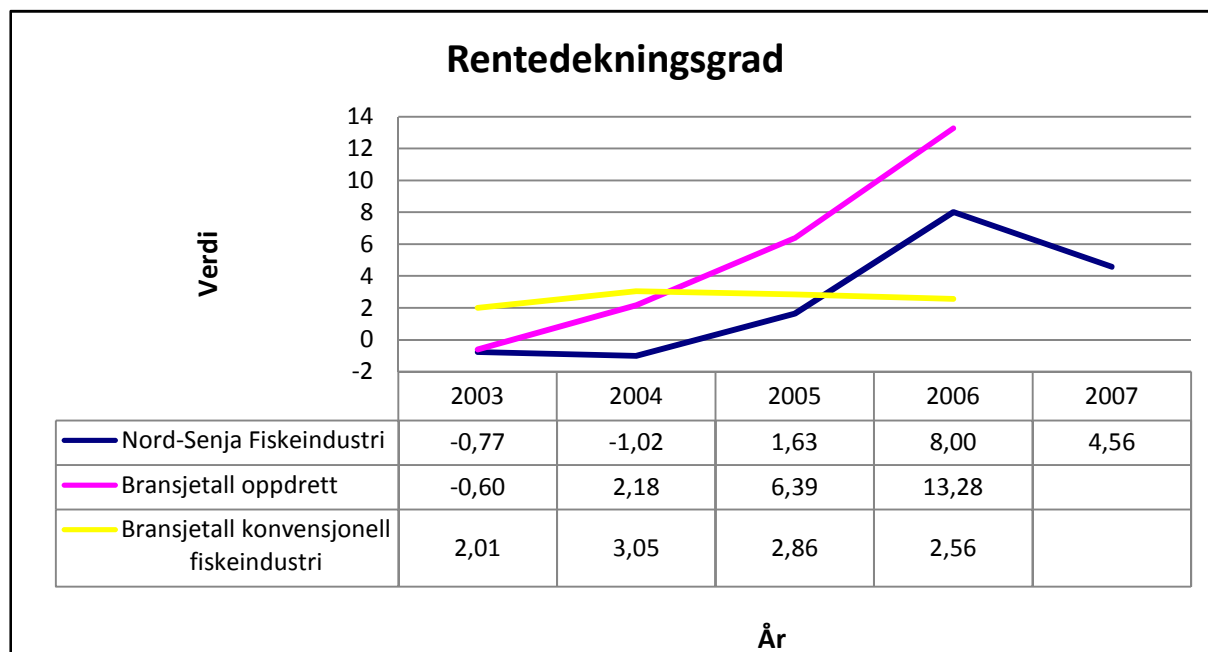
Figur 16: Gjeldsgrad

Som vi ser av tabellen over er gjeldsgraden til Nord-Senja Fiskeindustri god sammenlignet med bransjetallene. Dette har stor sammenheng med at eierne har vært nøkterne med kapitalen i selskapet. De har opp gjennom årene tatt ut små utbytter, og de har hatt en forsiktig investeringsstrategi. Som et resultat av dette har selskapet hatt en gjeldsgrad de siste årene som har vært tilfredsstillende/god.

6.2.3 Rentedekningsgrad

Forholdstallet forteller i hvilken grad selskapet evner å betale finanskostnadene sine. Dette er et mål både på soliditet og lønnsomhet. Rentedekningsgradens størrelse påvirkes av lønnsomheten til bedriften og finanskostnader. Har bedriften god lønnsomhet, har den også god rentedekningsgrad. Det eksisterer ingen generelle krev til dette tallet, men et nivå over tre anses for å være bra. Rentedekningsgraden bør være større enn én, da verdier mindre enn én betyr at bedriften ikke klarer å dekke sine finanskostnader (Kristoffersen, 2002).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Resultat før skattekostnad} + \text{finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}}$$



Figur 17: Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden til Nord-Senja Fiskeindustri varierer stort, fra dårlig til bra. Igjen er det perioden 2003 til 2005 som skiller seg ut som negative. I denne perioden klarte ikke bedriften å dekke sine finanskostnader måtte tære på reservene sine. Dekningsgraden ble betraktelig bedre når produksjonen var tilbake på normalt nivå igjen og siden 2005 har denne graden gått fra tilfredsstillende til god.

6.3 Rentabilitetsanalyse

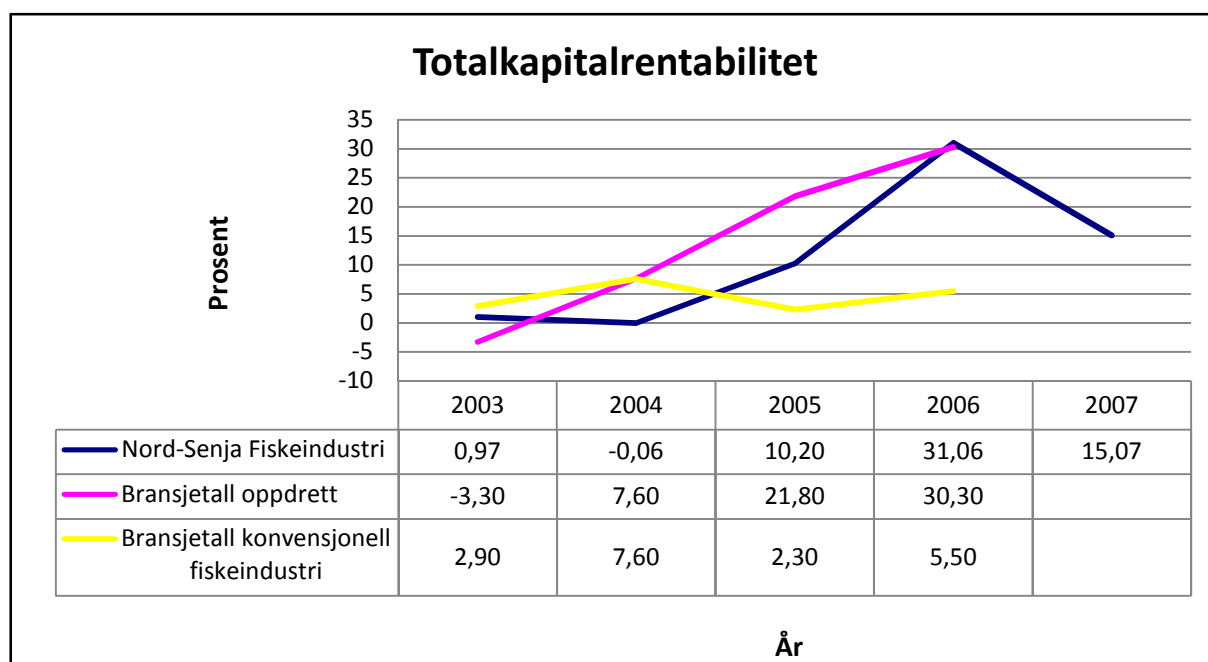
En rentabilitetsanalyse ser på avkastningen til kapitalen som er investert i en bedrift. Rentabiliteten kan analyseres med flere nøkkeltall, men vi har valgt å se nærmere på følgende rentabilitetsmål: totalkapitalrentabiliteten, egenkapitalrentabiliteten og driftsmarginen.

6.3.1 Totalkapitalrentabilitet

Dette nøkkeltallet viser bedriftens avkastning på den samlede kapitalen som er bundet opp i selskapet. Tallet uttrykker nivået på inntjeningen i perioden, samt hvor godt selskapet er drevet i samme periode. Forholdstallet sier også noe om hvor effektivt selskapet har forvaltet ressursene sine, uavhengig av finansieringen (Kristoffersen, 2002).

Hvor høy avkastningen på totalkapitalen skal være avhenger av flere faktorer. En må ta hensyn til blant annet den bransje- og forretningsmessige risikoen bedriften er utsatt for. Høyere risiko fører til høyere krav til avkastningen på kapitalen. Videre vil også bedriftens finansieringsstruktur og finansieringskostnad påvirke størrelsen på avkastningskravet. Totalkapitalrentabiliteten må minst være tilsvarende gjennomsnittlig lånerente for bedriften. Hvis denne er lavere tjener ikke selskapet nok penger til å forrente den totale kapitalen i selskapet. Bedriften bør ha som mål at avkastningen til investorene skal ligge omentrent fem prosent høyere enn det de ville fått ved å plassere pengene i en risikofri investering (Hoff, 2002).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig sum eiendeler}}$$



Figur 18: Totalkapitalrentabilitet

Totalrentabiliteten til Nord-Senja Fiskeindustri har variert mye. Fra bunnen i 2004 på - 0,06 til toppen i 2006 hvor bedriften hadde en totalkapitalrentabilitet på 31,06 prosent. Også dette nøkkeltallet blir naturlig nok påvirket av havariet høsten 2004. De to første årene i tabellen er nivået ikke tilfredsstillende, mens de tre siste er tilfredsstillende eller god sammenlignet med bransjene.

Ser vi på kravet til totalkapitalen mot gjennomsnittlig lånerente for bedriften gjør NSF det bra.

$$\text{Gjennomsnittlig lånerente} = \frac{\text{Rentekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig rentebærende gjeld}}$$

Gjennomsnittlig lånerente	2003	2004	2005	2006	2007
Nord-Senja Fiskeindustri	6,78	5,21	5,86	8,51	5,58

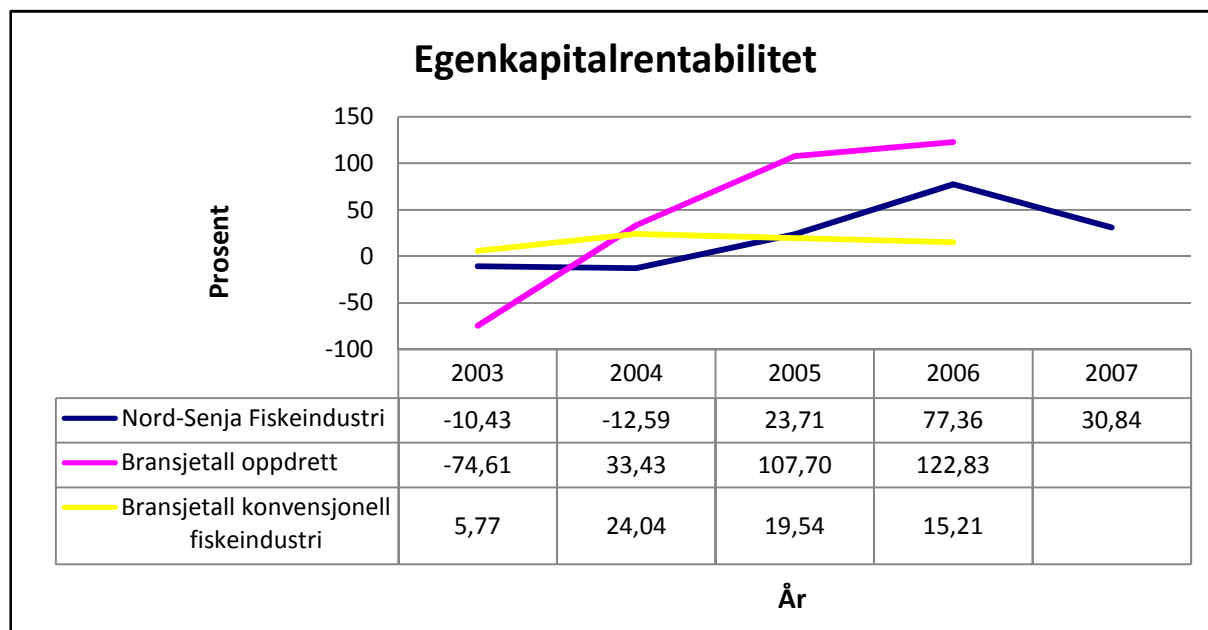
Tabell 5: Gjennomsnittlig lånerente

Vi ser at selskapet de to første årene ikke klarer å forrente den totale kapitalen, da gjennomsnittlig lånerente er høyere enn totalkapitalrentabiliteten. Dette kan delvis forklares med havariet i 2004. Fra 2005 derimot har NSF en god dekningsmargin for sin totalkapital, med en topp i 2006 hvor rentabiliteten var på hele 31,06 prosent, mot en gjennomsnittlig lånerente på 8,51 prosent. Gjennomsnittlig lånerente har for de fem siste årene vært 6,38 prosent.

6.3.2 Egenkapitalrentabilitet

Dette nøkkeltallet er av størst interesse for eierne, da det viser avkastningen deres på investeringene i bedriften. Resultatet synliggjør også hvordan tidligere investeringer i bedriften har utviklet seg (Kristoffersen, 2002). Heller ikke her kan en gi et eksakt tall på hvor høy avkastningen skal være. Egenkapital er en risikoutsatt kapital som bare gir avkastning dersom selskapet går med overskudd. På bakgrunn av dette bør det derfor stilles høye krav til størrelsen på avkastningen. Før investorer går inn i et prosjekt vil de vurdere avkastningen og risikopremien investeringen vil gi. Den samlede avkastningen vil måles opp mot den avkastningen en risikofri plassering ville gitt. Kravet til størrelsen på risikopremien vil igjen avhenge av den antatte forretningsmessige risikoen (Hoff, 2005).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



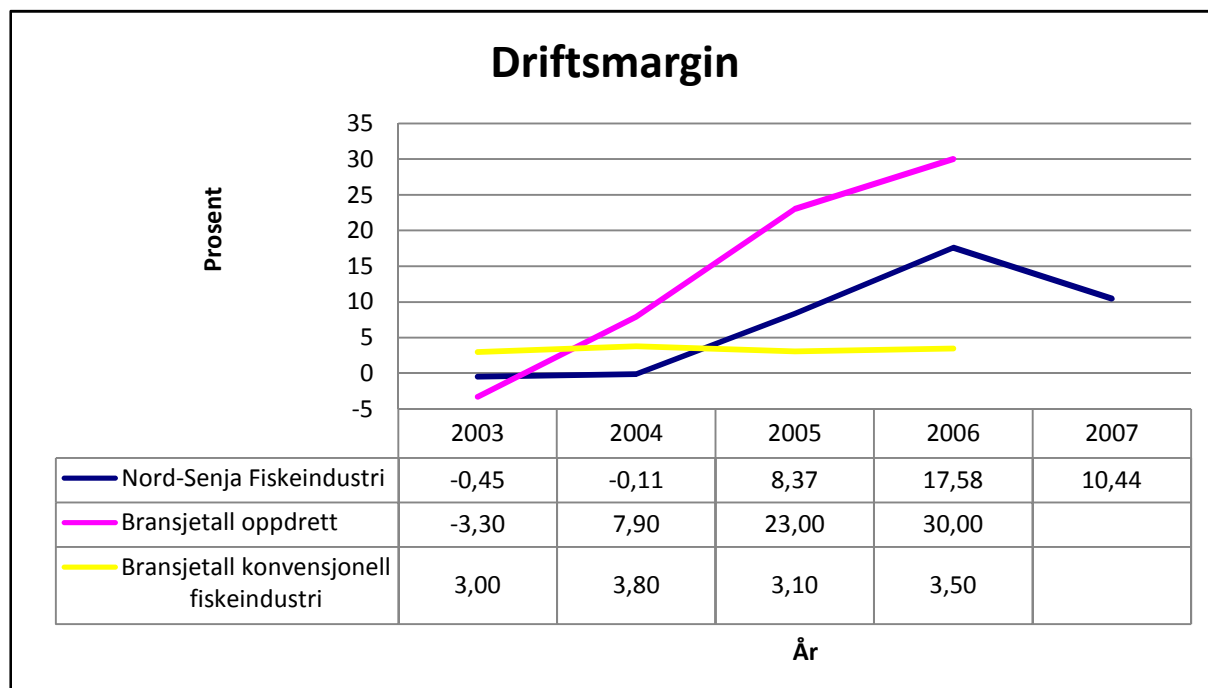
Figur 19: Egenkapitalrentabilitet

Som vi ser av tabellen har NSF hatt en bra utvikling i egenkapitalrentabiliteten sin, fra problemårene 2003/2004 med dårlige laksepriser og havariet til toppåret i 2006. Sammenlignet med konvensjonell fiskeindustri har NSF gjort det bra de senere årene, men sammenlignet med oppdrettsbransjen henger de noe etter. Vi mener uansett at eierne de siste årene har hatt en bra avkastning på sin investering. Med en avkastning på over 20 prosent fra 2005, har de fått mer igjen for pengene sine sammenlignet med hva de ville fått hvis de plasserte pengene risikofritt.

6.3.3 Driftsmargin

Driftsmarginen sier også noe om lønnsomheten til bedriften. Det forteller hvor mye bedriften får igjen per omsatte krone. Er dette forholdstallet høyt betyr det at bedriften tjener mye penger per omsatte krone. Kravet til driftsmarginen vil avhenge av både bransje og risikoen selskapet påtar seg (Kristoffersen, 2002).

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100 \%}{\text{Driftsinntekter}}$$



Figur 20: Driftsmargin

I likhet med flere av de andre nøkkeltallene bærer også driftsmarginen til Nord-Senja Fiskeindustri preg av havariet i 2004. De senere årene derimot har de hatt en fin utvikling, med en topp i 2006. Videre ser vi at bedriften plasserer seg mellom de to bransjetallene, noe som også er naturlig da de er aktør i begge. Vi ser at fra 2005 har bedriften hatt en tilfredsstillende inntjening i forhold til de to bransjene, hvor driftsmarginen har variert fra 8,37 til 17,58 prosent.

6.4 Konklusjon av regnskapsanalysen

Som vi ser ut fra likviditetsanalysen har NSF i perioden 2003 til 2007 hatt stor variasjon i likviditetsgradene. Til tider har selskapet vært langt fra å tilfredsstille anbefalingene til nøkkeltallene, men de siste par årene har NSF levert gode resultater noe som blant annet skyldes en bedre utnyttelse av MTB. Vi ser at både likviditetsgrad 1 og 2 har økt fra 2005 og frem til 2007, men at de fortsatt ikke helt klarer å nå opp til anbefalingene for nøkkeltallene. Den positive veksten i likviditetsgradene mener vi vil fortsette og at selskapet i løpet av noen få år vil tilfredsstille anbefalingene. Vi kan derfor konkludere med at NSF er likvid og ikke har noen problemer med å gjøre opp de løpende forpliktelsene etter hvert som de forfaller. Slik vi ser det er det per dags dato ingen fare for at selskapet skal bli illikvid eller insolvent.

Når det gjelder soliditeten til NSF er denne etter vårt syn på et godt nivå. Som nevnt kan soliditet ses på som størrelsen på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen og med en egenkapitalandel på nesten 40 prosent kan vi konkludere med at selskapet er solid. NSF har i hele analyseperioden en egenkapitalandel som er høyere enn gjennomsnittet for de to bransjene. Egenkapitalprosenten har økt hele perioden med unntak av 2004 da selskapet hadde et større havari. Gjeldsgraden i selskapet har de siste årene vært under to noe som er ansett for å være et godt resultat. Ser vi på rentedekningsgraden har også denne de siste to årene vært god. Bedriften tåler med andre ord større tap uten å risikere en konkurs. På bakgrunn av dette mener vi at den gode soliditeten kommer til å vedvare også i fremtiden så fremst eierne ikke gjør noen større endringer med den finansielle strukturen i selskapet.

Fra rentabilitetsanalysen ser vi at totalkapitalrentabiliteten har variert mye gjennom analyseperioden. Det samme gjør også egenkapitalrentabiliteten og driftsmarginen i selskapet. En del av denne variasjonen kan forklares med problemårene 2003/2004. Totalkapitalrentabiliteten har de siste årene overgått anbefalingene og selskapet har de siste tre årene forvaltet ressursene sine godt. Tendensen i egenkapitalrentabiliteten og driftsmarginen har også vært positiv de siste årene og vi mener at denne utviklingen vil fortsette i fremtiden. Ser vi alle rentabilitetsmålene under et kan vi konkludere med at Nord-Senja Fiskeindustri har en god avkastning på den kapitalen de forvalter.

7 Estimering av fremtidig utvikling

Som nevnt har vi valgt å dele Nord-Senja Fiskeindustri opp i to selvstendige profittsentre og for å verdsette disse vil vi benytte oss av en kontantstrømbasert og en balansebasert modell. Den kontantstrømsbaserte modellen vi har valgt er den diskonterte nåverdien av den fremtidige kontantstrømmen til totalkapitalen. Denne har vi valgt fordi den er en av de mest brukte metodene ved verdsetting, og flere lærebøker anbefaler bruk av denne. Før vi beregner kontantstrømmen til totalkapitalen har vi valgt å sette opp et fullstendig fremtidsregnskap for de to sentrene.

7.1 Resultatregnskap for fremtiden

For å sette opp resultatregnskapet for de to profittsentrene vil vi nå gå igjennom de ulike regnskapspostene og prognostiserer en fremtidig vekst. Dette har vi valgt å gjøre fordi det belyser hvordan vi er kommet frem til driftsresultatet som benyttes i beregningen av kontantoverskuddene. I tillegg blir også fremtidsregnskapene lagt til grunn for sensitivitetsanalysen. Vi tror at fremtiden for de to sentrene vil bli forskjellig og at de vil oppleve en ulik utvikling i regnskapspostene. NSF har de siste årene økt aktiviteten betraktelig, noe som gjenspeiler seg i omsetningstallene. Vi har valgt å bruke 2006 og 2007 som utgangspunkt når vi skal prognostisere resultatregnskapet for perioden 2008 til 2015. Årene 2008 til 2014 vil vi behandle som elementer av den fremtidige kontantstrømmen, mens 2015 vil være terminalverdien til profittsentrene. Av de balansebaserte modellene har vi valgt å se på likvidasjonsverdien, dette da denne er motsetningen til den kontantstrømsbaserte. Her legges det til grunne et forsert salg, mot fortsatt drift ved de kontantstrømsbaserte.

7.1.1 Profittsenter Fiskeindustri

Vi har vært i kontakt med flere som kjenner bransjen godt. Deriblant har vi intervjuet daglig leder NSF, banksjefer i DnB NOR og Nordlandsbanken, samt en rådgiver i Barlindhaug Norfico. Disse deler oppfatningen om at næringen ikke kommer til å se noen stor økning i mengden råvarer som blir landet. Aktørene forholder seg til kvoter som alle prøver å utnytte maksimalt hvert år. På bakgrunn av dette tror vi ikke at det vil bli noen stor økning i mengden

som profittsenteret produserer. Vi mener derimot at veksten vil komme som en direkte konsekvens av den generelle økningen i etterspørselen noe som igjen vil føre til en økning i prisen. Derfor har vi valgt å legge inn en vekst i omsetningen på tre prosent per år gjennom hele prognoseperioden. Norges Regjering har satt et inflasjonsmål på to og en halv prosent per år (Norges Bank, 2007), noe som tilsier en reell økning i omsetningen på en halv prosent.

Vi ser en økning i etterspørselen etter ferdigvarene som dette profittsenteret produserer. Denne utvikling tror vi vil tilta i årene som kommer, noe som igjen vil gi en økning i råvareprisene. Ut fra dette har vi valgt å la varekostnadene øke likt med omsetningen til profittsenteret.

I perioden 2006 og 2007 hadde NSF en lønnsvekst som var i underkant av to prosent. Profittsenteret har per i dag alle ansatte de trenger og har gjort investeringer i produksjonsutstyr som automatiserer deler av driften. Dermed mener vi at det ikke vil bli noen større vekst i denne posten og legger inn en økning likt med veksten i omsetningen på tre prosent for hele prognoseperioden.

Profittsenteret har i løpet av de senere årene gjort en del nyinvesteringer. Vi mener dermed det ikke vil være nødvendig å gjøre større investeringer i årene som kommer. Historisk har avskrivningene for NSF vært på rundt 13 prosent av de varige driftsmidlene, noe som fremkommer av tabell 8. Dette forholdet velger vi å legge til grunn for den videre utviklingen i denne posten.

Den største økningen i resultatpostene vil etter vår mening komme i *Annen driftskostnad*. Årsaken til dette er at denne resultatposten inneholder blant annet strøm, vann, reparasjoner og lignende. Dette er utgifter som det i fremtiden vil bli større miljøfokus på og dermed forventer vi en økning i skatter/avgifter på disse. Veksten i prognoseperioden har vi dermed valgt å sette til fem prosent, mens vi fra 2015 legger inne en vekst på tre prosent.

Historisk har netto finansposter hatt lav variasjon og denne trenden mener vi vil fortsette. Som nevnt antar vi at det ikke blir gjort noen større investeringer de neste årene, heller ingen større finansieringsavtaler. Dermed legger vi inn en økning lik tre prosent per år i hele perioden.

Når det gjelder vurderinger av eierdelene til profittsenteret, mener vi at produksjonsutstyret er undervurdert med én million kroner i forhold til bokførte verdier. Dette begrunner vi med at det i den senere tid har vært flere salg av brukt produksjonsutstyr der prisene har vært relativt høye. Differansen har vi valgt å korrigere inn over en to års periode i fremtidsregnskapet.

7.1.2 Profittsenter Oppdrett

Vi mener at dette profittsenteret vil oppleve en større vekst i omsetningen enn Profittsenter Fiskeindustri. Profittsenteret vil etter hvert bli dyktigere til å utnytte sin MTB og dermed oppnå høyere omsetning. På bakgrunn av dette velger vi å legge inn en vekst på fem prosent per år for omsetningen. I terminalverdiåret legger vi veksten ned til tre og en halv prosent, da dette er evig vekst.

Varekostnaden i dette senteret velger vi å la følge omsetningen og legger inn samme vekst. Dette gjør vi fordi vi mener det vil komme en økning i både pris og volum. Terminalverdien gir vi også samme sats som i omsetningen.

Lønnskostnadene i dette profittsenteret mener vi kommer til å ha en større økning enn i Profittsenter Fiskeindustri, blant annet fordi de vil ha en større omsetningsøkning. Denne vil igjen føre til et økt behovet for arbeidskraft. Vi mener derimot at største delen av dette behovet vil bli dekket i form av teknologisk fremgang. I kombinasjon med den generelle lønnsveksten vi har sett i Norge de siste årene velger vi å legge inn en økning i posten på fem prosent per år frem til 2014. Den evige veksten setter vi til tre og en halv prosent.

NSF opererer i dag med utstyr som er relativt oppdatert, men på sikt må dette oppgraderes eller skiftes ut for å opprettholde driften. Bedriften har som tidligere beskrevet bestilt ny brønnbåt og fire nye merder som skal leveres i løpet av 2008. Dette fører til en økning i driftsmidlene deres på 5,7 millioner kroner i 2008. Også i dette profittsenteret lar vi avskrivningene følge gjennomsnittet til NSF. Avskrivningene vil dermed utgjøre 13 prosent av *Varige driftsmidler*.

I posten *Andre driftskostnader* velger vi i likhet med Profittsenter Fiskeindustri å legge inn en vekst på fem prosent per år. I terminalverdiåret velger vi å legge veksten lik økningen i omsetningen og denne blir da på tre og en halv prosent.

Netto finansposter vil øke med fem prosent i prognoseperioden, lik økningen vi har i driftsmidler. Denne satsen settes ned til tre og en halv prosent i terminalverdiåret.

Profittsenter Oppdrett har større skjult verdier i regnskapet enn Profittsenteret Fiskeindustri. Felles for de begge antar vi at det ligger én million kroner i skjulte reserver i produksjonsutstyr og i tillegg har de skjulte reserver i *Skip og flytende installasjoner* på to millioner kroner (Johansen, 2008). Dette er poster som er avskrevet over flere år, dermed er det ikke sammenheng mellom bokført verdi og markedsverdi lengre. Disse postene korrigeres inn i over en treårs periode.

De to konsesjonene til selskapet er bokført med en samlet verdi på bare fem millioner kroner. Vi mener derfor at det ligger betydelige skjulte verdier i denne posten, da dette er en av de viktigste eiendelene til et oppdrettsanlegg. En eksakt verdi på konsesjoner er vanskelig å finne da det er så mange ulike aspekter ved en verdivurdering av disse. Når markedsprisen for laks er lav og utsiktene fremover er dårlige, innvirker dette direkte på verdien av en konsesjon. I motsatt tilfelle, med høye priser og gode utsikter, ser en at konsesjoner selges for en betydelig høyere pris. Noen av de viktigste faktorene som spiller inn på en verdivurdering av konsesjoner er lokaliteter, lakseprisen, fremtidsutsikter og mulige synergieffekter. Den 8. april 2008 ble det offentliggjort at Lerøy Midnor AS har inngått en avtale med Villa Organic AS om kjøp av tre konsesjoner. Disse konsesjonene befinner i Møre og Romsdal, noe som tradisjonelt sett har gitt en noe høyere pris enn konsesjoner i Nord-Norge. Selskapene ble enig om en totalpris på 130 millioner kroner. Med i avtalen følger også en del biomasse (Oslo Børs, 2008). Dette gir en pris per konsesjon på rundt 40 millioner kroner.

Nord-Senja Fiskeindustri har gode lokaliteter, lang erfaring og kan vise til gode resultater, dermed mener vi konsesjonene til selskapet bør ha en betydelig høyere verdi enn det som fremkommer av balansen. Med det sterke laksemarkedet vi nå ser, den positive utviklingen som forventes og de gode resultatene de senere årene, anser vi at en pris på 15 millioner per konsesjon er reelt. Nord-Norge har potensial for å bli et mer attraktivt oppdrettsområde i fremtiden, blant annet på grunn av klimaendringene vi nå opplever. På sikt vil disse kunne

føre til høyere sjøtemperaturer, som igjen vil gi en raskere vekst hos fisken og dermed også et større produksjonsvolum. Konesjonene er i sin helhet balanseført i dette profittsenteret og korrigeringen på 25 millioner kroner har vi valgt å ta inn over en femårsperiode.

Hele varelageret til bedriften er balanseført på dette profittsenteret, da dette i all hovedsak består av biomassen de har stående i merdene. Gjennomsnittelig utnyttelsesgrad av MTB for selskapet var i mai 2006 og mai 2007 på 45,8 prosent. Beregninger som ledelsen har utført viser at årets nivå er omentrent det samme. Vi tar utgangspunkt i dette, samt markedsprisen for laks i uke 14 (24,87 kr/kg)(FHL, 2008) og beregner de skjulte verdiene i varelageret til å være nesten to millioner kroner. Av dette vil det naturlig være en del ukurans, liten og skadet fisk, noe vi forutsetter at utgjør fire prosent. Dermed ender vi opp med en skjult reserve i varelageret på 838 000 kroner. Denne skjulte reserven korrigeres inn i 2008 regnskapet.

7.2 Balanseregnskap

Da vi har valgt å se på bedriften som to selvstendige profittsenter, har vi delt balanseregnskapet til NSF opp i to. Profittsentrene vil ha ulike andeler av de forskjellige balansepostene. For å gjennomføre dette har vi benyttet oss av flere ulike fordelingsnøkler, disse vil vi nå se nærmere på.

I Profittsenter Fiskeindustri har vi gjort følgende endringer i balansen for årene 2006 og 2007. Tallene har vi hentet fra den originale balansen til Nord-Senja Fiskeindustri (se Appendiks).

Fra eiendelsposten *Varige driftsmidler* har vi fordelt 2/3 av totalsummen fra *Bygninger og annen fast eiendom* til den nye balansen for profittsentret. Dette har vi gjort med bakgrunn i at profittsenteret legger størst beslag (2/3) på bygningsmassen og eiendommene til selskapet. Profittsenteret har fått tildelt 1/3 av posten *Maskiner og anlegg*. Dette da profittsenteret genererer ca 1/3 av de totale driftsinntektene til NSF. Oppdrettsanlegget er den delen av bedriften som legger beslag i det meste av eiendelene i posten *Maskiner og anlegg* dermed mener vi dette blir en korrekt fordeling. Av *Driftsløsøre, inventar, verktøy og lignende*, har også Profittsenter Fiskeindustri blitt tildelt 1/3 av den totale balansen. Begrunnelsen for dette er den samme som for posten *Maskiner og anlegg*.

Når det gjelder balanseposten *Finansielle driftsmidler* har vi valgt å gjøre en fordeling på 50 prosent til Profittsenter Fiskeindustri og 50 prosent til Profittsenter Oppdrett. Denne posten er liten i verdi og har ikke større betydning for noen av sentrene. Det er hovedsakelig snakk om aksjer i andre selskaper, der eierandelene er lave og det heller ikke er noen direkte tilknytning til den daglige driften.

I posten *Fordringer* (kunder og andre fordringer) har vi også valgt å fordele 1/3 av disse til Profittsenter Fiskeindustri. Også dette begrunner vi med at de bare står for 1/3 av driftsinntektene og vi anser det som urealistisk å tilskrive dette profittsenteret større andel av fordringene.

Bankinnskudd, kontanter og lignende har den samme andelen av total summen, 1/3. Med samme begrunnelse som gitt ovenfor.

Profittsenter Oppdrett har da naturligvis de motsatte fordelingene på de samme postene som det vi har beskrevet ovenfor.

Når det gjelder posten *Varelager* har vi valgt å fordele hele denne til Profittsenter Oppdrett. Da varelageret i all hovedsak består av biomassen de har, mener vi at en slik fordeling er den mest korrekt.

Posten *Markedsbaserte investeringer* inneholder de tre selskapene Unicod AS, Norway Royal Salmon AS og Skardalen Settefisk AS. De to sistnevnte selskapene har vi ført til balansen i Profittsenter Oppdrett da disse er relatert til oppdrettsvirksomheten. Når det gjelder Unicod AS er dette en salgskanal for blant annet saltfisk og er av den grunn plassert i balansen til Profittsenter Fiskeindustri. Investeringene er bokført til markedsverdi og av den grunn gjør vi ikke noen korrigeringer her.

Skip og flytende installasjoner fra posten *Varige driftsmidler* er i sin helhet ført opp i Profittsenter Oppdrett, da alle disse eiendelene er relatert til oppdrettsvirksomheten. Det samme gjelder for oppdrettskonsesjonene.

Når det gjelder *Egenkapital og gjeld* har vi gjort følgende fordelinger til de to profittsentrene: Nord-Senja Fiskeindustri hadde i 2007 en egenkapitalprosent på 39,45. Denne satsen har vi valgt å gjøre gjeldende i begge profittsentrene. Med bakgrunn i dette har vi finansiert

Fremtidig utvikling

eiendelene med henholdsvis 39,45 prosent egenkapital og 60,55 prosent gjeld. Profittsenter Fiskeindustri hadde i 2007 eiendeler til en verdi av 11 130 877 kr. Av dette er 4 390 991 kr finansiert ved egenkapital og det resterende er finansiert ved gjeld. Samme fordeling er brukt i Profittsenter Oppdrett.

Med bakgrunn i utledningene over har vi estimert følgende fremtidige resultatregnskap for de to profittsentrene:

Fremtidsregnskap for Profittsenter Fiskeindustri i perioden 2008-2015									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Salgsinntekt	24 455 992	25 189 672	25 945 362	26 723 723	27 525 434	28 351 197	29 201 733	30 077 785	30 980 119
Varekostnad	16 942 622	17 450 901	17 974 428	18 513 661	19 069 070	19 641 142	20 230 377	20 837 288	21 462 407
Lønnskostnader	2 692 558	2 773 334	2 856 534	2 942 230	3 030 497	3 121 412	3 215 054	3 311 506	3 410 851
Avskrivninger Annen	663 948	842 375	884 494	928 719	975 155	1 023 913	1 075 108	1 128 864	1 185 307
driftskostnad	2 239 805	2 351 795	2 469 385	2 592 854	2 722 497	2 858 621	3 001 552	3 151 630	3 246 179
Sum driftskostnader	22 538 932	23 418 405	24 184 841	24 977 464	25 797 219	26 645 089	27 522 092	28 429 288	29 304 744
Driftsresultat	1 917 060	1 771 267	1 760 521	1 746 259	1 728 215	1 706 109	1 679 641	1 648 498	1 675 375
Nettofinans	-418 196	-430 742	-443 664	-456 974	-470 684	-484 804	-499 348	-514 329	-529 759
Resultat før skatt	1 498 863	1 340 524	1 316 857	1 289 285	1 257 532	1 221 305	1 180 293	1 134 169	1 145 617
+/- Korrigeringer	-	500 000	500 000	-	-	-	-	-	-
Korrigert resultat	1 498 863	1 840 524	1 816 857	1 289 285	1 257 532	1 221 305	1 180 293	1 134 169	1 145 617
Skatt	419 682	515 347	508 720	361 000	352 109	341 965	330 482	317 567	320 773
Korr. resultat etter skatt	1 079 182	1 325 177	1 308 137	928 285	905 423	879 339	849 811	816 602	824 844

Tabell 6: Fremtidsregnskap Profittsenter Fiskeindustri

Fremtidig utvikling

Fremtidsregnskap for Profittsenter Oppdrett i perioden 2008-2015									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Salgsinntekt	48 911 984	51 357 583	53 925 462	56 621 735	59 452 822	62 425 463	65 546 737	68 824 073	71 232 916
Varekostnad	33 885 244	35 579 506	37 358 482	39 226 406	41 187 726	43 247 112	45 409 468	47 679 941	49 348 739
End.beh.varer	-709 000	-	-	-	-	-	-	-	-
Lønnskostnader	4 271 253	4 484 816	4 709 057	4 944 510	5 191 735	5 451 322	5 723 888	6 010 083	6 220 435
Avskrivninger	1 240 197	2 126 726	2 233 062	2 344 715	2 461 951	2 585 048	2 714 301	2 850 016	2 992 517
Annen driftskostnad	4 479 609	4 703 590	4 938 769	5 185 708	5 444 993	5 717 243	6 003 105	6 303 260	6 523 874
Sum driftskostnader	43 167 304	46 894 638	49 239 370	51 701 338	54 286 405	57 000 725	59 850 762	62 843 300	65 085 565
Driftsresultat	5 744 680	4 462 945	4 686 093	4 920 397	5 166 417	5 424 738	5 695 975	5 980 774	6 147 351
Nettofinans	-836 393	-878 212	-922 123	-968 229	-1 016 641	-1 067 473	-1 120 846	-1 176 888	-1 218 080
Resultat før skatt	4 908 288	3 584 733	3 763 970	3 952 168	4 149 777	4 357 265	4 575 129	4 803 885	4 929 271
+/- Korrigeringer	-	6 838 715	6 000 000	6 000 000	5 000 000	5 000 000	-	-	-
Korrigert resultat	4 908 288	10 423 448	9 763 970	9 952 168	9 149 777	9 357 265	4 575 129	4 803 885	4 929 271
Skatt	1 374 321	2 918 565	2 733 912	2 786 607	2 561 937	2 620 034	1 281 036	1 345 088	1 380 196
Korr. Resultat etter skatt	3 533 967	7 504 883	7 030 058	7 165 561	6 587 839	6 737 231	3 294 093	3 458 797	3 549 075

Tabell 7: Fremtidsregnskap Profittsenter Oppdrett

Som vi ser av fremtidsregnskapene er det Profittsenter Oppdrett som har de forventet største resultatene i fremtiden. Dette er som forutsett, da dette profittsenteret er den enheten med både høyest driftsinntekt og størst økning i veksten fremover. Til tross for dette ser fremtiden til Profittsenter Fiskeindustri også positiv ut fra eiernes standpunkt. De leverer i likhet med Profittsenteret Oppdrett gode resultater i årene som kommer. Som vi tidligere har nevnt er Profittsenter Fiskeindustri et ekstra ben for NSF å stå på, en bevisst del av selskapets strategi. At dette profittsenteret ikke har like stor betydning for det samlede resultatet for NSF som oppdrett har, synliggjøres godt av regnskapene over

7.3 Kontantoverskudd til totalkapitalen

Som nevnt har vi valgt å benytte oss av totalkapitalmetoden ved verdsettingen av profittsentrene og trenger dermed å definere/beregne noen flere nøkkeltall. Først vil vi se på den utviklingen som har vært i *Varige driftsmidler*. Denne posten har de siste sju årene variert mellom minus ti og vel 44 prosent. Den gjennomsnittlige årlige endringen for *Varige driftsmidler* har vært på fem prosent. *Varige driftsmidler* vil etter vår vurdering fortsette å variere, men vi velger å bygge våre estimerer rundt en økning på fem prosent per år.

Fremtidig utvikling

Nord-Senja Fiskeindustri	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Gjennomsnitt
Varige driftsmidler	13743027	12363166	11289273	10243952	11144299	11662916	16830676	
% endring		-10,0	-8,7	-9,3	8,8	4,7	44,3	5,0
Avskrivninger	2053777	1769287	1562222	1500250	1495212	1631347	1904144	
% av varige driftsmidler	14,9	14,3	13,8	14,7	13,4	14,0	11,3	13,8

Tabell 8: Varige driftsmidler og avskrivninger

Avskrivninger er også en post vi trenger å prognostisere for å finne kontantstrømmen til totalkapitalen. Historisk har avskrivningene variert mellom 11,3 og 14,9 prosent av *Varige driftsmidler*, gjennomsnittet her har de siste sju årene vært på 13,8 prosent. I våre prognoser velger vi å la avskrivningene være 13 prosent av de varige driftsmidlene.

Den neste posten vi trenger å belyse er arbeidskapitalen til selskapet. Arbeidskapitalen er definert som differansen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden. Nord-Senja Fiskeindustri har de siste sju årene hatt en gjennomsnittelig arbeidskapital av driftsinntektene på åtte prosent. Men da dette er en post som har stor påvirkningskraft på kontantstrømmen, velger vi imidlertid her å se på de to siste årene. Gjennomsnittet her ligger litt over 15 prosent og dette mener vi er et fornuftig nivå. Dermed estimerer vi arbeidskapitalen som 15 prosent av driftsinntekten.

Nord-Senja Fiskeindustri	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Gjennomsnitt
Omløpsmidler	23551513	21176296	22076468	18055545	23647380	29229321	34723092	
Kortsiktig gjeld	17854447	18547907	19157247	20333777	22968471	20453698	19181946	
Arbeidskapitalen	5697066	2628389	2919221	-2278232	678909	8775623	15541146	
% av driftsinntekten	13,7	6,3	8,1	-6,3	1,5	11,5	21,2	8,0

Tabell 9: Arbeidskapital

For å beregne den fremtidlige konstantstrømmen til totalkapitalen for de to profittsentrene er vi avhengig av å estimere de overnevnte kapitalstørrelsene for begge.

7.3.1 Profittsenter Fiskeindustri

Profittsenter Fiskeindustri skal som vi har nevnt ikke gjøre noen større investeringer i nær fremtid. Vi velger dermed å la driftsmidlene vokse i takt med den veksten som har vært i NSF, på fem prosent per år. Arbeidskapitalen lar vi som nevnt følge driftsinntektene og de utgjør 15 prosent av disse.

Prognostisert årlige investeringer og endringer i arbeidskapital								
	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Varige driftsmidler	6 479 811	6 803 802	7 143 992	7 501 191	7 876 251	8 270 063	8 683 567	9 117 745
Årlige investeringer	308 562	323 991	340 190	357 200	375 060	393 813	413 503	434 178
Arbeidskapital	1 898 868	2 183 698	2 511 253	2 887 941	3 321 132	3 819 302	4 392 197	5 051 027
Endringer i arbeidskapital	247 678	284 830	327 555	376 688	433 191	498 170	572 895	658 830

Tabell 10: Investeringer og endringer i arbeidskapital Profittsenter Fiskeindustri

Med bakgrunn i det som er beregnet ovenfor, får vi følgende kontantstrøm til totalkapitalen for profittsenteret:

	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Driftsresultat	1 771 267	1 760 521	1 746 259	1 728 215	1 706 109	1 679 641	1 648 498	1 675 375
Skatt	495 955	492 946	488 953	483 900	477 710	470 300	461 579	469 105
Avskrivninger	842 375	884 494	928 719	975 155	1 023 913	1 075 108	1 128 864	1 185 307
Investeringer	308 562	323 991	340 190	357 200	375 060	393 813	413 503	434 178
Endringer i arbeidskapitalen	247 678	284 830	327 555	376 688	433 191	498 170	572 895	658 830
Kontantoverskudd til totalkapitalen	1 561 447	1 543 249	1 518 281	1 485 582	1 444 060	1 392 468	1 329 383	1 298 569

Tabell 11: Kontantoverskudd til totalkapitalen Profittsenter Fiskeindustri

7.3.2 Profittsenter Oppdrett

Beregningene for dette profittsenteret følger samme fremgangsmåte som for Profittsenter Fiskeindustri. I 2008 skal profittsenteret som nevnt investere i en ny brønnbåt, samt fire nye merder. Investeringene i driftsmidler for et oppdrettsanlegg er en kontinuerlig prosess og vi velger dermed å la denne posten vokse i takt med den utviklingen vi har sett hos NSF. I 2008 velger vi å korrigere opp *Varige driftsmidler* med 5,7 millioner kroner, dette er summen av de overnevnte investeringene.

Prognostisert årlige investeringer og endringer i arbeidskapital								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Varige driftsmidler	16 359 428	17 177 399	18 036 269	18 938 083	19 884 987	20 879 236	21 923 198	23 019 358
Årlige investeringer	5 700 000	817 971	858 870	901 813	946 904	994 249	1 043 962	1 096 160
Arbeidskapital	7 703 637	8 088 819	8 493 260	8 917 923	9 363 820	9 832 010	10 323 611	10 736 555
Endringer i arbeidskapital	(6 186 319)	385 182	404 441	424 663	445 896	468 191	491 601	412 944

Tabell 12: Investeringer og endringer i arbeidskapital Profittsenter Oppdrett

Når disse beregningene er utført kan vi sette opp kontantstrømmen til totalkapitalen.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsresultat	4 462 945	4 686 093	4 920 397	5 166 417	5 424 738	5 695 975	5 980 774	6 147 351
Skatt	1 249 625	1 312 106	1 377 711	1 446 597	1 518 927	1 594 873	1 674 617	1 721 258
Avskrivninger	2 126 726	2 233 062	2 344 715	2 461 951	2 585 048	2 714 301	2 850 016	2 992 517
Investeringer	5 700 000	817 971	858 870	901 813	946 904	994 249	1 043 962	1 096 160
Endringer i arbeidskapitalen	(6 186 319)	385 182	404 441	424 663	445 896	468 191	491 601	361 326
Kontantoverskudd til totalkapitalen	5 826 365	4 403 895	4 624 090	4 855 295	5 098 059	5 352 962	5 620 610	5 961 123

Tabell 13: Kontantoverskudd til totalkapitalen Profittsenter Oppdrett

Beregningene vi nå har gjennomført gjør det mulig for oss å estimere en verdi på begge profittsentrene. Vi forutsetter at kontantoverskuddene løpende utbetales til eierne, eller at de reinvesteres i selskapet. Investeringene må i så fall ha en avkastning som er lik avkastningskravet og dermed blir nåverdien av disse lik null.

8 Verdsetting av Nord-Senja Fiskeindustri AS

I dette kapitlet skal vi som nevnt verdsette Nord-Senja Fiskeindustri ved hjelp av to ulike metoder.

8.1 Kontantstrømsbasert modell

Ved beregning av total kapitalmetoden er vi avhengig av to ulike avkastningskrav, kravet til egenkapitalen og total kapitalen. Deretter benyttes avkastningskravet til total kapitalen for å diskontere kontantoverskuddet til total kapitalen.

8.1.1 Beregning av kapitalverdimodellen

Den første modellen vi benytter oss av er kapitalverdimodellen (CAPM) som gir avkastningskravet til egenkapitalen i selskapet. Etter at vi har beregnet CAPM benytter vi denne til å finne avkastningskravet til total kapitalen (WACC).

$$CAPM = R_F(1 - s) + \beta(R_M - R_F(1 - s))$$

hvor: R_F = Risikofri rente
 s = Skattesats
 β = Beta til selskapet
 R_M = Markedsavkastning

I modellen har vi benyttet oss av en skattesats på 28 prosent. Dette er standard skattesats for foretak i Norge.

Den risikofrie renten vi har benyttet i modellen er en norsk 3 årig statsobligasjon. Denne har vi hentet fra Norges Bank og den 2. april 2008 var obligasjonsrenten på 4,67 prosent (Norges Bank, 2008).

Siden NSF ikke er et børsnotert selskap har de ingen betaverdi vi kan benytte i beregningen av CAPM. Vi har derfor valgt å beregne en aritmetisk gjennomsnittlig betaverdi for begge

profittsentrene. Ved beregning av betaverdien til Profittsener Fiskeindustri har vi tatt utgangspunkt i to store fiskeindustribedrifter på Oslo Børs, disse er Domstein ASA og Aker Seafoods ASA. Vi har benyttet børslisten fra Dagens Næringsliv 6. mai 2008 og kommet frem til følgende betaverdier:

Aritmetisk gjennomsnitt av beta for Profittsener Fiskeindustri		
Virksomhet	Beta	Markedsverdi (mill. kr)
Domstein ASA	0,19	314,79
Aker Seafoods ASA	0,48	1605,32
Aritmetisk gjennomsnittlig beta	0,43	

Tabell 14: Aritmetisk gjennomsnittlig beta for Profittsener Fiskeindustri

Når det gjelder betaverdien til Profittsener Oppdrett har vi benyttet samme metode som for Profittsener Fiskeindustri. Vi har her tatt utgangspunkt i følgende fem oppdrettselskaper, Austevoll Seafood ASA, Cermaq ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Marine Harvest ASA.

Aritmetisk gjennomsnitt av beta for Profittsener Oppdrett		
Virksomhet	Beta	Markedsverdi (mill. Kr)
Austevoll Seafood ASA	0,63	6709,15
Cermaq ASA	0,77	5550
Lerøy Seafood Group ASA	0,33	5839,93
Grieg Seafood ASA	0,58	1074,99
Marine Harvest ASA	0,88	11932,6
Aritmetisk gjennomsnittlig beta	0,69	

Tabell 15: Aritmetisk gjennomsnittlig beta for Profittsener Oppdrett

I følge Gjesdal og Johnsen (1999) har totalindeks til Oslo Børs i perioden 1967-1998 gitt en 6,2 prosent gjennomsnittlig meravkastning utover den korte statsobligasjonsrenten. Dette er likt med det en har sett over lengre perioder i land som Sverige, Storbritannia og USA. I denne tidsperioden har markedene vært gjennom store variasjoner, som blant annet kan forklares med konjunkturelle variasjoner og strukturelle endringer for de norske finansmarkedene, (eksempelvis institusjonelle og utenlandske investorers inntreden i aksjemarkedene på 1980- tallet) (Gjesdal & Johnsen, 1999 s.63). Videre skriver forfatterne at man ikke kan vite hva den riktige risikopremien for Oslo Børs er og at denne vil endre seg i forhold til investorers risikoholdning og børsenes risikonivå. Likevel er det trolig flere

grunner for at fremtidig normalnivå på markedspremien vil være lavere enn den historiske premien for de overnevnte 32 årene. Her kan det nevnes lavere variasjon i Oslo Børs likviditet, inflasjonen i Norge, samt bedre kapitaliserte selskaper (Gjesdal & Johnsen, 1999). Vi forutsetter dermed at meravkastningen utover statsobligasjonsrenten i vår estimeringsperiode vil bli seks prosent. På bakgrunn av dette har vi valgt å sette markedsavkastning til 15 prosent for begge profittsentrene i NSF. Det vil si at vi har lagt til en likviditetspremie på 4,33 prosent. Likviditetspremien blir lagt til på bakgrunn av at NSF ikke er børsnotert og dermed vil investorer kreve en høyere avkastning på investeringen sin.

Fra utledningene over har vi kommet frem til følgende avkastningskrav på egenkapitalen for de to profittsentrene i Nord-Senja Fiskeindustri:

Variabler	Profittsenter Fiskeindustri	Profittsenter Oppdrett
R_F	4,67	4,67
s	0,28	0,28
β	0,43	0,69
R_M	15	15
CAPM	<u>8,37 %</u>	<u>11,39 %</u>

Tabell 16: CAPM

Fra tabellen ser vi at de to profittsentrene har ulike avkastningskrav til investeringene. Grunnen til dette er at de to bransjene har ulike betaverdier og dermed ulik markedsrisiko. Dette kan blant annet forklares med at det i fiskeindustrien er mindre svingninger enn i oppdrettsnæringen, altså er det mindre risiko her. En mindre markedsrisiko fører til en lavere betaverdi.

8.1.2 Beregning av totalkapitalkostnaden

$$WACC = R_G(1 - s) * \frac{G}{T} + R_E * \frac{E}{T}$$

hvor R_G = Gjennomsnittelig lånerente

G = Rentebærende gjeld

T = Totalkapital

R_E = CAPM

E = Egenkapital

s = Skattsats

Lånerenten til NSF har i løpet av de siste fem årene variert fra 5,21 til 8,51 prosent, se tabell 5. Ut fra dette har vi beregnet oss frem til en gjennomsnittlig lånerente på 6,38 prosent. Ved beregning av WACC benytter vi oss denne renten i begge profittsentrene.

Som tidligere beskrevet er den rentebærende gjeld beregnet som et gjennomsnitt for 2007. Egenkapitalen er beregnet på samme måte. Totalkapitalen (den sysselsatte kapitalen) i modellen består av egenkapital og rentebærende gjeld.

Variabler	Profittsenter Fiskeindustri	Profittsenter Oppdrett
R_G	6,38	6,38
G	2 354 776	18 258 850
T	6 336 884	35 049 919
R_E	8,37	11,39
E	3 982 108	16 791 069
s	0,28	0,28
WACC	<u>6,97 %</u>	<u>7,85 %</u>

Tabell 17: WACC

Årsaken til differansen i avkastningskravet til totalkapitalen for de to profittsentrene skyldes to ting. For det første har de to sentrene ulik finansiell struktur, forholdet mellom

egenkapitalen og gjelden er forskjellig. Dette kombinert med forskjellen i betaverdiene fører til at profittsentrene får forskjellige avkastningskrav til totalkapitalen.

8.1.3 Verdsetting av Profittsenter Fiskeindustri

Etter at vi har beregnet WACC, diskonterer vi kontantoverskuddet til totalkapitalen for de syv første prognoseårene. Deretter benytter vi Gordons formel for å beregne terminalverdien av profittsenteret. Dette gir oss følgende verdi:

$$\frac{1\,561\,447}{(1,0697)} + \frac{1\,543\,249}{(1,0697)^2} + \frac{1\,518\,281}{(1,0697)^3} + \frac{1\,485\,582}{(1,0697)^4} + \frac{1\,444\,060}{(1,0697)^5} + \frac{1\,392\,468}{(1,0697)^6} + \frac{1\,329\,383}{(1,0697)^7} = \underline{7\,973\,385}$$

$$\text{Terminal verdi} = \frac{1\,298\,569}{(0,0697-0,03)} = \underline{32\,709\,548}$$

$$\text{Diskontert terminalverdi} = \frac{32\,709\,548}{(1,0697)^8} = \underline{19\,080\,009}$$

Verdi totalkapital	27 053 394
- Rentebærende gjeld	2 354 776
= Verdi egenkapital	<u>24 698 618</u>

Vårt verdiestimat av egenkapitalen for dette profittsenteret blir dermed 24,7 millioner kroner.

8.1.4 Verdsetting av Profittsenter Oppdrett

I verdsettingen av dette profittsenteret har vi fulgt samme metode som ovenfor og kommet frem til følgende verdi:

$$\frac{5\,826\,365}{(1,0785)} + \frac{4\,403\,865}{(1,0785)^2} + \frac{4\,624\,090}{(1,0785)^3} + \frac{4\,855\,295}{(1,0785)^4} + \frac{5\,098\,059}{(1,0785)^5} + \frac{5\,352\,962}{(1,0785)^6} + \frac{5\,620\,610}{(1,0785)^7} = \underline{26\,670\,203}$$

$$\text{Terminal verdi} = \frac{5\,961\,123}{(0,0785-0,035)} = \underline{137\,037\,310}$$

$$\text{Diskontert terminalverdi} = \frac{137\,037\,310}{(1,0785)^8} = \underline{74\,864\,793}$$

Verdi totalkapital	101 534 996
- Rentebærende gjeld	18 258 850
= Verdi egenkapital	83 276 146

Med de forutsetningene som er tatt, samt beregningene utført tidligere kommer vi frem til en totalverdi på egenkapitalen til Nord-Senja Fiskeindustri AS på 107 974 764 kroner. Denne verdien er kunstig høy og skyldes at vi i beregningene av avkastningskravene ovenfor har benyttet oss av den bokført verdi på egenkapitalen og totalkapitalen. For å finne en mer korrekt verdi på selskapet har vi derfor valgt å beregne totalavkastningskravet på nytt. I de nye beregningene vil vi benytte markedsverdien på egenkapitalen og totalkapitalen (Boye & Meyer, 1998). Markedsverdiene vi tar utgangspunkt i er de verdiene vi fikk i den første verdiberegningen vår ovenfor. Vi har valgt å beregne WACC totalt tre ganger på grunn av de store utslagene dette gir på verdien. Ved å beregne WACC flere ganger få vi en ny verdi på avkastningskravet for hver gang, noe som også vil endre verdien på egenkapitalen og totalkapitalen. Det er disse verdiene vi har brukt i beregningene av de nye avkastningskravene. Vi kunne utført flere iterasjoner, men har valgt å endre dette tre ganger. Vi mener dette er tilstrekkelig da endingene i avkastningskravet blir mindre for hver iterasjon som gjennomføres.

I tabellene under har vi beregnet nye avkastningskrav og deretter regnet oss frem til en ny totalverdi på Nord-Senja Fiskeindustri AS.

Variabler	Profittsenter Fiskeindustri	Profittsenter Oppdrett
R _G	6,38	6,38
G	2 354 776	18 258 850
T (Basert på beregnet markedsverdi)	27 053 394	101 534 996
R _E	8,37	11,39
E (Basert på beregnet markedsverdi)	24 698 618	83 276 146
S	0,28	0,28
WACC (2. iterasjon)	<u>8,04 %</u>	<u>10,17 %</u>

Tabell 18: WACC (2. iterasjon)

Variabler	Profittsenter Fiskeindustri	Profittsenter Oppdrett
R _G	6,38	6,38
G	2 354 776	18 258 850
T (Basert på beregnet markedsverdi)	21 570 805	65 839 781
R _E	8,37	11,39
E (Basert på beregnet markedsverdi)	19 216 028	47 580 931
S	0,28	0,28
WACC (3. iterasjon)	<u>7,96 %</u>	<u>9,51 %</u>

Tabell 19: WACC (3. iterasjon)

WACC	6,97 %	8,04 %	7,96 %
Nåverdi 2008-2014	7 973 384,99	7 691 813	7 712 320
NV terminalverdi	19 080 009	13 878 992	14 186 667
Verdi totalkapital	27 053 394	21 570 805	21 898 987
Rentebærende gjeld	2 354 776	2 354 776	2 354 776
Verdi egenkapital	24 698 618	19 216 028	19 544 210

Tabell 20: Verdi egenkapital Profittsenter Fiskeindustri

Verdsetting

WACC	7,85 %	10,17 %	9,51 %
Nåverdi 2008-2014	26 670 203	24 658 919	25 206 012
NV terminalverdi	68 557 815	41 180 861	47 953 836
Verdi totalkapital	93 816 973	65 839 781	73 159 848
Rentebærende gjeld	18 258 850	18 258 850	18 258 850
Verdi egenkapital	75 558 123	47 580 931	54 900 998

Tabell 21: Verdi egenkapital Profittsenter Oppdrett

Ved å beregne verdien på selskapet ut fra de overnevnte forutsetningene, beregningene og med de avkastningskravene til totalkapitalen som vist i tabell 20 og 21 ender vi opp med en totalverdi på egenkapitalen til Nord-Senja Fiskeindustri AS på 74 455 208 kroner. Dette gir oss en differanse mellom bokført verdi av egenkapitalen per 31.12.07 og beregnet markedsverdi av egenkapitalen på 52 111 793 kroner. Vi mener at dette er en realistisk verdi på selskapet gitt dagens konkurransesituasjon og fremtidsutsiktene i de to næringene. Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til dette verdiestimatet, da det er knyttet stor usikkerhet til de forutsetningene vi har lagt til grunne i oppgaven. For å belyse denne usikkerheten vil vi i neste kapittel gjennomføre en sensitivitetsanalyse ved hjelp av Simetar Software.

8.2 Balansebasert modell

8.2.1 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi er som vi har nevnt en undermodell av substansverdimetoden og den ser på verdien dersom selskapet må gjennom et forsert salg. I slike tilfeller vil det ofte ikke være noe ordnet andrehåndsmarked og den selgende part kan være tvunget til å selge eiendelene til en betydelig redusert pris. Grunnen til at vi velger å ta med denne modellen er for å se på forskjellen i verdi dersom selskapet fortsetter driften, kontra en nedleggelse av driften.

Likvidasjonsverdien skal reflektere den laveste potensielle verdien eierne kan få igjen for sine eiendeler dersom virksomheten skal avvikles. For å beregne verdien ved en likvidasjon tas det utgangspunkt i den balanseførte egenkapitalen, deretter må denne korrigeres for differansen mellom bokført og virkelig verdi på eiendelene.

$$\text{Likvidasjonsverdi} = \text{Bokført egenkapital} \pm \text{korrigeringer av balansen}$$

Markedsverdien på de ulike eiendelene til de to profittsentrene har vi diskutert tidligere i oppgaven. Vi velger å følge disse estimatene, men gjøre noen justeringer da det nå gjelder et forsert salg.

8.2.2 Profittsenter Fiskeindustri

Etter vår oppsplitting av NSF var eiendelene i dette profittsenteret per 31. desember 2007 balanseført til 11,13 millioner. Egenkapitalandelen av dette utgjør 39,5 prosent. Den balanseførte verdien på egenkapitalen er dermed 4,39 millioner. Av de varige driftsmidlene fordelte vi 2/3 av *Bygninger og annen fast eiendom*, 1/3 *Maskiner og anlegg og driftsløsøre*, 1/3 *Inventar, verktøy og lignende* til dette profittsenteret. Begrunnelsene for de ulike fordelingene er diskutert i kapittel syv. Der diskuterte vi også de forskjellige postene og hvilke potensielle skjulte verdier som lå i dem. En post det knytter seg noe usikkerhet rundt er investeringer i aksjer og andeler. Som nevnt tidligere i oppgaven er dette mindre investeringer i aksjelag og aksjeselskaper. Markedsverdien til disse er høyst usikker og vi har dermed

Verdsetting

verdsatt disse etter andelen av aksjekapitalen som NSF eier. Denne verdien er lik den balanseførte verdien og denne forutsetter vi at et eventuelt salg vil utløse. De totale korrigeringene blir dermed som det fremkommer i tabellen under.

Korrigert balanse	Balanseført verdi 31.12.2007	Korrigering	Markedsverdi
Anleggsmidler			
Bygninger og annen fast eiendom	3 608 803	(721 761)	2 887 042
Maskiner og anlegg	2 556 434	500 000	3 056 434
Driftsløsøre, inventar og lignende	6 012	6 012	-
Sum varige driftsmidler	6 171 249	(215 749)	5 943 476
Finansielle driftsmidler			
Investeringer i aksjer og andeler	42 300	-	42 300
Sum anleggsmidler	6 213 549	(215 749)	5 985 776
Omløpsmidler			
Fordringer			
Kundefordringer	3 128 030	(312 803)	2 815 227
Andre fordringer	468 676	(46 868)	421 808
Sum fordringer	3 596 706	(359 671)	3 237 035
Investeringer			
Markedsbaserte aksjer	200 000	-	200 000
Bankinnskudd, kontanter og lignende	1 120 623	-	1 120 623
Sum omløpsmidler	4 917 329	(359 671)	4 557 658
Sum eiendeler	11 130 878	(575 419)	10 543 435

Tabell 22: Korrigert balanse Profittsenter Fiskeindustri

Den totale balanseførte verdien på eiendelene til Profittsenter Fiskeindustri var 11,13 millioner kroner. Videre har vi beregnet den korrigerede verdien til 10,54 millioner kroner. Den differansen som fremkommer her må i denne verdsettingsmodellen trekkes fra bokført egenkapital. Angående postene: *Bygninger og annen fast eiendom* og *Maskiner og anlegg*, har vi valgt å legge inn en reduksjon i verdien, da dette er et forsert salg. I posten *Bygninger og annen fast eiendom* har vi redusert verdien med 20 prosent. Årsaken er at de bygninger og eiendommer profittsenteret eier ligger på Nord-Senja og dermed kan være vanskelig å få solgt. *Maskiner og anlegg* mente vi i den kontantstrømsbaserte metoden var undervurdert med én million kroner. Her mener vi imidlertid at denne satsen er for høy. Vi velger derfor å korrigere denne posten med halvparten, én halv million kroner. *Driftsløsøre, inventar og lignende* har ikke noen verdi for en eventuell kjøper, dermed har vi satt markedsverdien av disse lik null. I *Fordringer* har vi beregnet en ukurans på ti prosent. Dette mener vi er tilstrekkelig, da disse hovedsakelig er til store aktører. *Markedsbaserte aksjer* og

Bankinnskudd, kontanter og lignende er bokført til markedsverdi og vi velger dermed å forholde oss til dette.

Med de overnevnte begrunnelsene som utgangspunkt kommer vi frem til følgende verdi på Profittsenteret Fiskeindustri ved en likvidasjon:

Bokført verdi egenkapital	4 390 991
Korrigerering	(575 419)
Likvidasjonsverdi	3 815 572

Tabell 23: Likvidasjonsverdi Profittsenter Fiskeindustri

8.2.3 Profittsenter Oppdrett

Fordelingen til dette profittsenteret er motsatt av det som er gjennomgått ovenfor, i tillegg er *Konsesjoner og Skip og flytende installasjoner* i sin helhet bokført i dette profittsenteret.

Korrigert balanse	Balanseført verdi 31.12.2007	Korrigerering	Markedsverdi
Immaterielle eiendeler			
Konsesjoner, patenter og lignende rett	5 000 000	25 000 000	30 000 000
Anleggsmidler			
Bygninger og annen fast eiendom	1 804 401	(360 880)	1 443 521
Maskiner og anlegg	5 112 867	500 000	5 612 867
Skip og flytende installasjoner	3 730 135	1 000 000	4 730 135
Driftsløsøre, inventar og lignende	12 025	(12 025)	-
Sum varige driftsmidler	10 659 428	1 127 095	11 786 523
Finansielle driftsmidler			
Investeringer i aksjer og andeler	42 300	-	42 300
Sum anleggsmidler	15 701 728	26 127 095	41 828 823
Omløpsmidler			
Lager av varer og annen beholdning	18 844 000	(9 422 000)	9 422 000
Fordringer			
Kundefordringer	6 256 059	(625 606)	5 630 453
Andre fordringer	937 352	(93 735)	843 617
Sum fordringer	7 193 411	(719 341)	6 474 070
Investeringer			
Markedsbaserte aksjer	1 527 106	-	1 527 106
Bankinnskudd, kontanter og lignende	2 241 246	-	2 241 246
Sum omløpsmidler	29 805 763	(10 141 341)	19 664 422
Sum eiendeler	45 507 492	15 985 754	61 493 246

Tabell 24: Korrigert balanse Profittsenter Oppdrett

Som det fremkommer av tabell 24 har dette profittsenteret eiendeler som er undervurdert med nesten 16 millioner kroner. Dette skyldes hovedsakelig den bokførte verdien på konsesjonene, denne er etter vår mening altfor lavt. *Bygninger og annen fast eiendom* og *Maskiner og anlegg* følger samme begrunnelse som for Profittsenter Fiskeindustri. Tidligere i oppgaven konkluderte vi med at posten *Skip og flytende installasjoner* var undervurdert med to millioner kroner. I dette tilfellet hvor det er et forsert salg tror vi imidlertid at denne korreksjonen bør halveres til én million kroner. Varelageret er alltid komplisert å vurdere og da kanskje særlig for et oppdrettsselskap. Laksen som står i merdene er av forskjellige årganger og vil dermed være av forskjellig størrelse. Dersom selskapet er tvunget til å slakte fisk nå, mener vi, etter samtaler med daglig leder i NSF at de ville fått ca halvparten av den bokførte verdien igjen. Dersom det hadde vært andre interessenter som ønsket å overta biomassen ville nok prisen kunnet blitt noe høyere. *Fordringer* og *Markedsbaserte aksjer* følger samme argumentasjonen som ovenfor. Ved å legge denne differansen til den bokførte finner vi likvidasjonsverdien til dette profittsenteret.

Bokført verdi egenkapital	17 952 424
Korrigerings	15 985 754
Likvidasjonsverdi	33 938 178

Tabell 25: Likvidasjonsverdi Profittsenter Oppdrett

Som vi ser av beregningene ovenfor kom vi frem til at Profittsenter Fiskeindustri har en verdi på 3,8 millioner kroner ved en likvidasjon. Dette betyr at verdien på eiendelen i selskapet er lavere enn den bokførte. I de korreksjonene vi har valgt å gjøre er det posten *Fordringer* som har den største korrigeringen på verdi. Profittsenter Oppdrett derimot får en økning i verdi sammenlignet med den bokførte verdien. Senteret er etter våre beregninger verdt nesten 34 millioner kroner. Dette skyldes som tidligere nevnt hovedsaklig korrigeringen av verdien til laksekonsesjonene.

Ved en likvidasjon vil NSF etter våre beregninger ha en verdi på 37,75 millioner kroner. Likvidasjonsverdien på egenkapitalen til NSF er dermed 15,4 millioner kroner høyere enn bokført verdi.

9 Sensitivitetsanalyse

Ved å analysere bransjene, bedriften og regnskaper har vi ved hjelp av totalkapitalmetoden kommet frem til en samlet verdi på NSF på vel 74,5 millioner kroner. Enhver verdsetting vil være basert på en rekke antagelser, forutsetninger og subjektive meninger. NSF er ikke børsnotert og har dermed ikke noen betaverdi. Denne har vi estimert ved å sammenligne med selskaper som opererer i samme bransje som våre profittsenter og er notert på Oslo Børs. I regnskapspostene estimerer vi en økning med en gitt faktor, denne har vi begrunnet i tidligere vekst og fremtidsutsikter. Usikkerheten rundt disse er betydelig og vi vil bruke dette kapittelet for å se nærmere på noe av den usikkerheten som ligger i datamaterialet.

For å analysere usikkerheten i våre verdierestimer har vi valgt å benytte Simetar Software. Dette er et tillegg til MS Excel og er et simuleringsverktøy for å beregne risikoen som er i et datamateriale. Vi vil benytte Simetar til to ting: For det første vil vi analysere risikoen som ligger i de parametrene vi har valgt. For det andre ønsker vi å konstruere flere ulike scenarioer, å se hvordan disse påvirker verdien av profittsentrene.

Kontantstrømmen som vi tar utgangspunkt i består av en rekke konstanter og endres dermed ikke. Dette ønsker vi å forandre da det som skjer i fremtiden er høyst usikkert. Ut fra dette har vi konstruert stokastiske variabler av kontantstrømmen. For å konstruere disse har vi beregnet et standardavvik som endrer seg over årene. Avhengig av hvor langt frem i tid estimatene er, har de fått et standardavvik tilpasset seg. Usikkerheten er ikke konstant, årene som er lengst frem i tid har dermed fått et større standardavvik. Ved slike estimeringer er det ønskelig å legge historisk varians til grunne for fremtiden. Dette har vist seg vanskelig i vårt tilfelle da NSF har hatt til dels svært volatile driftsresultater de senere årene. Vi mener disse vil stabilisere seg i årene som kommer. Ut fra dette har vi valgt å benytte oss av følgende standardavvik. Disse satsene har vi benyttet for begge profittsentrene.

Standardavvik i prosent av kontantstrøm til totalkapital								
År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Std.avvik	5	7,5	10	12,5	15	20	25	30

Tabell 26: Standardavvik i prosent av kontantstrøm til totalkapitalen

Kontantoverskuddet til de tilhørende årene blir dermed normalfordelt, med de overnevnte satser som standardavvik. Dette fører til at vi får analysert hvor sensitive verddivurderingen vår er for endringer i kontantoverskuddet. I 2015, som er den verdien det er forbundet mest usikkerhet med, har vi lagt inn et standardavvik som utgjør 30 prosent av verdien. Dette betyr at i rundt 68 prosent av tilfellene vil verdien være innenfor et standardavvik fra gjennomsnittet. Videre vil 95 prosent av tilfellene ligge innenfor to standardavvik fra gjennomsnittet.

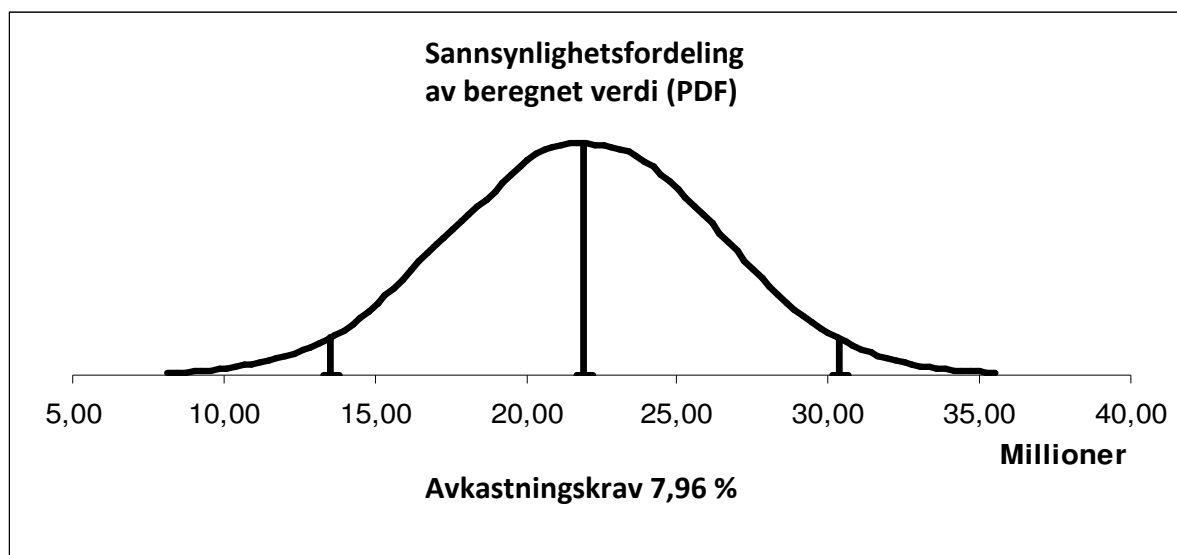
I vår analyse har vi valgt å gjennomføre tusen iterasjoner, noe som bør være tilstrekkelig for å vurdere risikoen som er i vårt datamateriale. I første omgang har vi valgt å ta utgangspunkt i kontantoverskuddene og sett på hvordan risikoen er her. Dette gjør vi som nevnt ved å gjøre kontantoverskuddene stokastiske med det standardavviket som nevnt ovenfor.

Det neste vi ønsker å se nærmere på er avkastningskravet. De valgene som er tatt rundt dette har meget stor innvirkning på verdiestimatet, da dette er diskonteringsfaktoren i den kontantstrømsbaserte modellen. Vi ønsker å se på hva som skjer dersom vi får en endring i avkastningskravet på mellom pluss/minus to prosentpoeng. For å få til dette har vi konstruert fem ulike scenarioer og analysert disse ved hjelp av den kumulative tetthetsfunksjon (CDF) og sannsynlighetstetthets funksjon (PDF).

Til slutt ønsker vi å se hva som skjer dersom flere poster blir stokastiske. Her vil vi konstruere stokastiske variabler av flere resultatposter å se på effekten dette har på verdiestimatet.

9.1 Sensitivitetsanalyse Profittsenter Fiskeindustri

Beregningene av totalavkastningskravet til dette profittsenteret ble gjort i forrige kapittel. Der fant vi at avkastningskravet til totalkapitalen var på 7,96 prosent. Denne er så benyttet for å diskontere kontantstrømmen til totalkapitalen. Ved å benytte oss av overnevnte standardavvik på kontantstrømmen har vi kommet frem til følgende sannsynlighetsfordeling av verdien. Som det fremkommer av figur 21 vil verdien til Profittsenter Fiskeindustri med 95 percents sannsynlighet ende opp mellom 13,5 og 30,3 millioner kroner. Verdiene er tilnærmet normalfordelt og gjennomsnittlig verdiestimat på profittsenteret er 21,9 millioner kroner. Dette er også den verdien vi har beregnet i kapittel 8.



Figur 21: Sannsynlighetsfordeling av simulert verdi Profittsenter Fiskeindustri

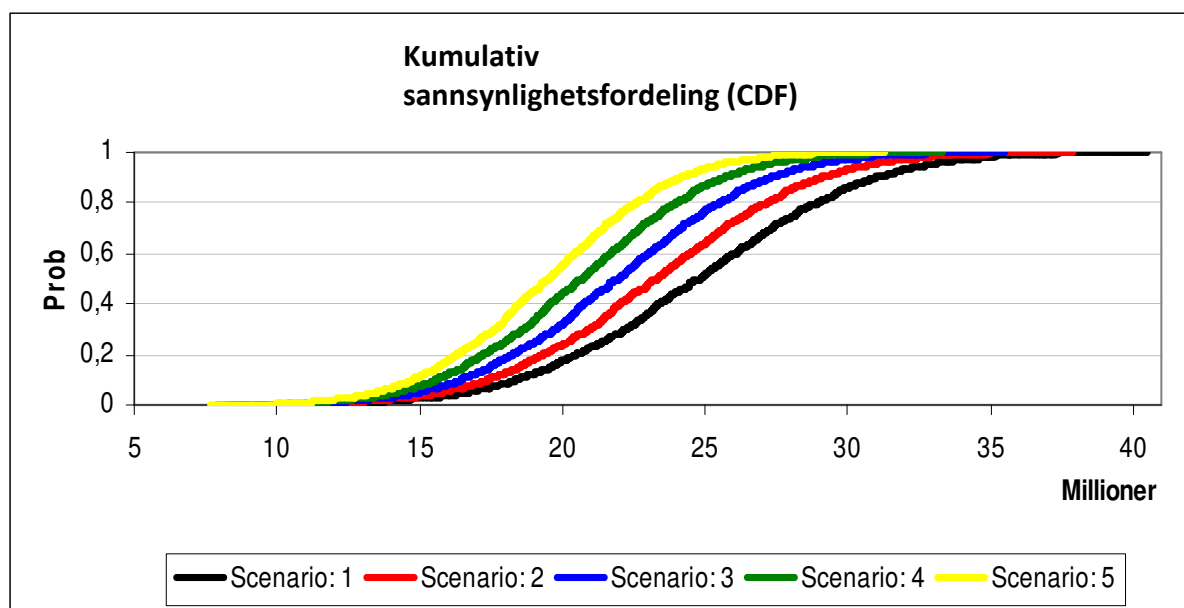
Endringer i avkastningskravet

For å analysere hvor stor påvirkningskraft avkastningskravet har på verdien til Profittsenter Fiskeindustri har vi valgt å sette opp fem ulike scenarier. I vår verdivurdering er det scenario tre som ligger til grunne, altså et avkastningskrav på 7,96 prosent.

Scenario	1	2	3	4	5
Avkastningskrav	5,96	6,96	7,96	8,96	9,96

Tabell 27: Fem ulike scenarier Profittsenter Fiskeindustri

For å se på den endringen som vil finne sted dersom avkastningskravet endrer seg har vi valgt å se på den kumulative sannsynlighetsfordelingen av resultatene.



Figur 22: CDF, fem ulike scenarier Profittsenter Fiskeindustri

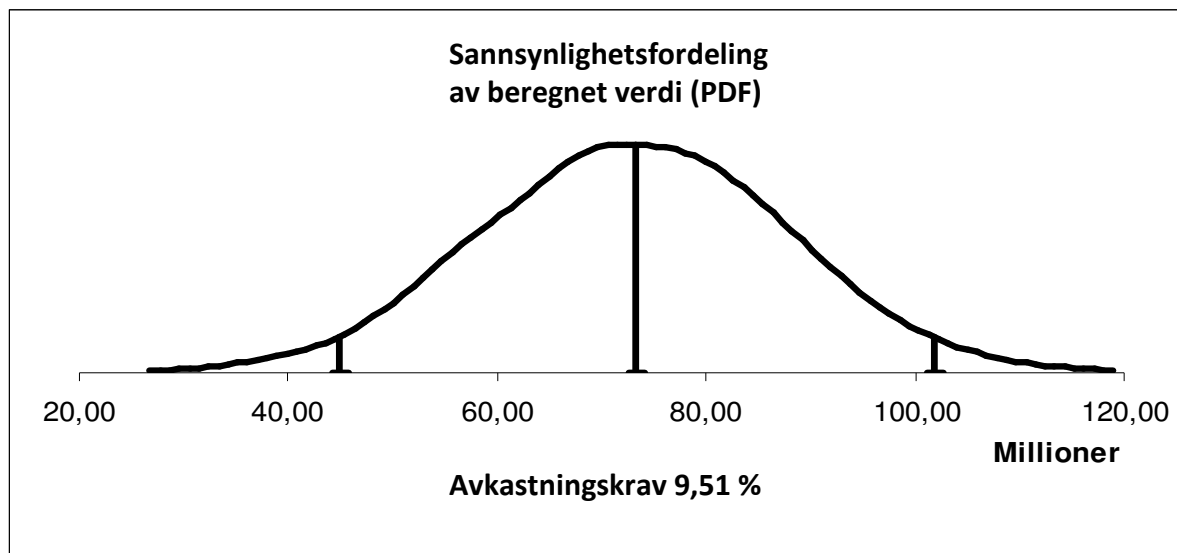
Sannsynlighet for at verdien i scenarioet \geq 21,9 millioner kroner					
Scenario	1	2	3	4	5
Sannsynlighet	0,72	0,61	0,5	0,38	0,26

Tabell 28: Sannsynlighet for verdien av profittsenteret Profittsenter Fiskeindustri

I basistilfellet hvor avkastningskravet er 7,96 prosent ser vi at sannsynligheten er 50 prosent for at verdien skal være større eller lik 21,9 millioner. I de tilfellene hvor avkastningskravet øker (scenario fire og fem) ser vi at sannsynligheten for at verdien vil være større eller lik vår estimerte verdi synker betraktelig. I scenario 5 hvor avkastningskravet økes med to prosentpoeng, reduseres sannsynligheten til 26 prosent for at profittsenteret skal ende opp på en verdi som er større eller lik 21,9 millioner. Scenario en og to, hvor avkastningskravet reduseres, øker sannsynligheten for at verdien skal bli større eller lik 21,9 millioner til henholdsvis 72 og 61 prosent.

9.2 Profittsenter Oppdrett

Avkastningskravet til dette profittsenteret er 9,51 prosent. Vi ønsker her å se hvordan de endringene vi har gjort ovenfor vil påvirke verdien av dette profittsenteret.



Figur 23: PDF av simulert verdi Profittsenter Oppdrett

Når vi analyserer hvor sensitiv verdiberegningen vår er for endringer i kontantstrømmen til totalkapitalen, med de standardavvik som er nevnt i tabell 26, får vi en sannsynlighetsfordeling gjengitt i figur 23. Innenfor et 95 prosents konfidensintervall viser figur 23 at verdien på profittsenteret kommer til å ligge mellom 44,9 og 101,8 millioner. Også her er de ulike målingene tilnærmet normalfordelt rundt vårt verdiestimat på 73,2 millioner.

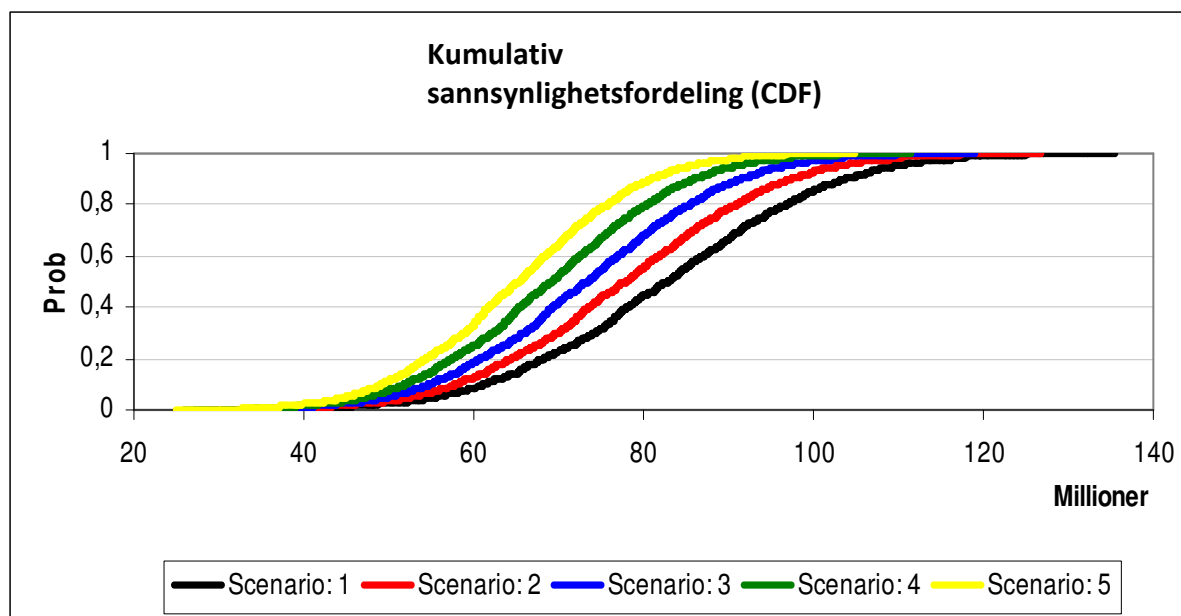
Endringer i avkastningskravet

I likhet med Profittsenter Fiskeindustri ønsker vi også her å se på effekten av endringer i avkastningskravet. Dette profittsenteret har et beregnet avkastningskrav til totalkapitalen på 9,51 prosent. Denne endrer vi i fem ulike scenarioer, som vist i tabellen under.

Scenario	1	2	3	4	5
Avkastningskrav	7,51	8,51	9,51	10,51	11,51

Tabell 29: Fem ulike scenarioer Profittsenter Fiskeindustri

Den kumulative tetthetsfunksjonen av resultatene blir som følger:



Figur 24: CDF, fem ulike scenarier Profittsenter Oppdrett

Sannsynlighet for at verdien i scenarioet \geq 73,2 millioner kroner					
Scenario	1	2	3	4	5
Sannsynlighet	0,72	0,61	0,50	0,38	0,26

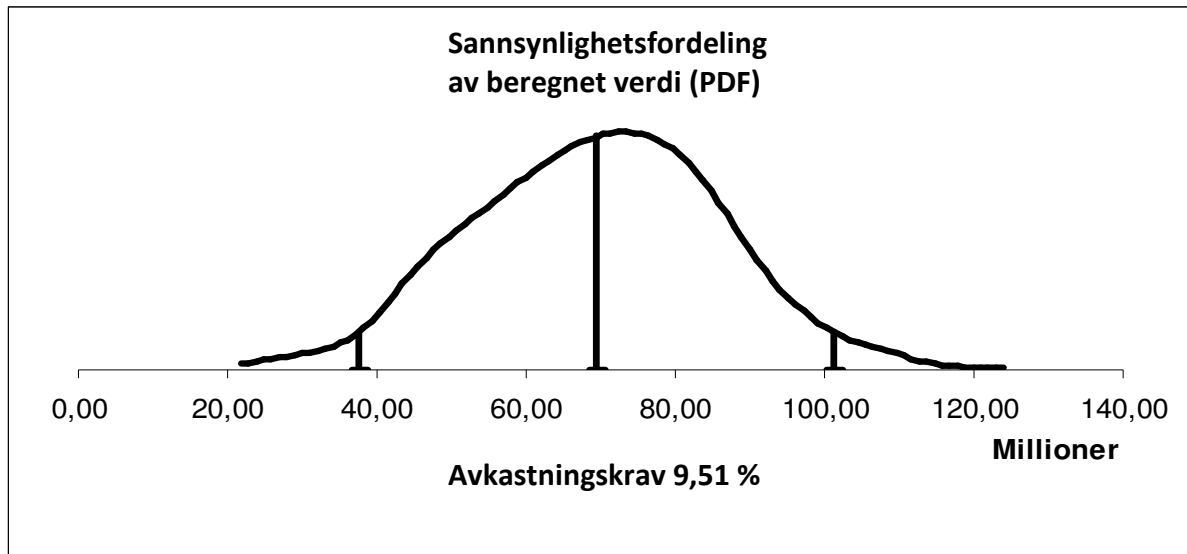
Tabell 30: Sannsynlighet for verdien av profittsenteret Profittsenter Oppdrett

Ut fra dette kan vi konkludere med at en endring i avkastningskravet har stor påvirkning på verdierestimeringen. Som det fremkommer av beregningene ovenfor vil en reduksjon på et prosentpoeng i avkastningskravet føre til en økning i gjennomsnittelig verdi på selskapet på over seks prosent. Dersom denne reduksjonen i avkastningskravet økes til to prosentpoeng, vil gjennomsnittelig verdi på selskapet øke med 13 prosent. Den samme utvikling ser vi dersom avkastningskravet økes, bare med motsatt fortegn.

Endringer i resultatposter

Ved å endre flere variabler vil verdien på profittsenteret bli påvirket. Her ønsker vi å se nærmere på hva en endring på 2,5 prosent i postene som ligger bak driftsresultatet vil resultere i. Vi har lagt inn et standardavvik som tilsvarer 2,5 prosent i salgsinntektene, varekostnadene, lønnskostnadene og andre driftskostnader. De overnevnte poster er deretter

gjort stokastiske, og vi har benyttet det samme avkastningskravet som vi har i våre beregninger. Den nye normalfordelingen blir dermed som følgende:



Figur 25: Sannsynligheten av simulert verdi ved fire variabler Profittsenter Oppdrett

Normalfordelingen ligger ikke lengre rundt den verdien vi tidligere har beregnet og normalfordelingen er ikke lengre optimal. Gjennomsnittelig verdi har endret seg og gått ned til 69,5 millioner. Dette kommer som en konsekvens av at tre kostnadsposter har blitt stokastisk, mot bare én inntektspost. I tillegg har økningen i antall stokastiske variabler ført til større spredning i mulige verdier på profittsenteret. Innen et 95 prosents konfidensintervall vil verdien her variere mellom 37,7 og 101,17 millioner kroner.

De simuleringene som er gjennomført her kan gjøres betraktelig mer komplisert, dersom det er ønskelig. Vi ønsket imidlertid å anskueliggjøre den usikkerheten som ligger i verdiestimatet vårt og som vi har sett er den betydelig.

10 Diskusjon

Nord-Senja Fiskeindustri opererer per dags dato i to næringer og vi valgte derfor å dele selskapet opp i to enheter, Profittsenter Oppdrett og Profittsenter Fiskeindustri. Årsaken til dette valget er at vi ønsker å gjøre forskjellen mellom disse to enhetene tydelig. Vi har tidligere vært inne på at det å operere i to bransjer er en bevist strategi fra selskapets side. Hensikten med denne strategien er å spre risikoen slik at NSF står bedre rustet mot tider med dårligere lønnsomhet. I tillegg er det klart at det oppstår noen synergieffekter når et selskap er strukturert på en slik måte. En åpenbar synergi er at ledelsen alltid har arbeid til de ansatte, permittering har ikke vært et problem hos NSF. I motsetning til selskaper som driver innen én bransje vil NSF kunne takle problemer på en bedre måte. Dersom markedsforholdene i fiskeindustrien fortsetter å endre seg i retning av store konserner som er medeier både i båter og fiskekvoter, kan det i fremtiden bli vanskelig for små selvstendige fiskemottak å få tilgang til råstoff. I en slik situasjon har NSF mulighet til å øke utnyttelsesgraden av konsesjonene sine og på den måten få produksjon i større deler av året enn hva de har gjort frem til nå. En annen mulighet for bedriften er å anskaffe seg flere konsesjoner, for slik å opprettholde eller øke driften i selskapet.

Lokaliseringen til NSF er som vi har vært inne på både en styrke og en svakhet for selskapet. Alle oppdrettere som driver i Nord-Norge har stor avstand til primærmarkedene og logistikk er dermed et fordyrende ledd. I fremtiden kan det vise seg at disse kostnadene kommer til å øke. Det aller meste av ferdigvarene blir fraktet til Europa på trailer, dette er en form for transport som har fått stadig nye skatter og avgifter knyttet til seg. Oljeprisen vil også påvirke logistikkostnadene og den er i skrivende stund på nytt rekordnivå. Men det er også fordeler ved å være lokalisert i Nord-Norge. Nærheten til fiskeområdene bidrar til å gi rask og god tilgang på råvarer til Profittsenter Fiskeindustri. I tillegg er det gode forhold for oppdrett i området hvor NSF er lokalisert. Selskapet har brukt flere år på å finne de beste lokalitetene til sin oppdrettsdrift. Denne søken har gitt resultater og bedriften har i dag fem lokaliteter som er svært godt egnet til å drive oppdrett i. Dermed er lokalitetene til NSF også med på å øke verdien til selskapet.

I analysen har vi sett på markedene for lakseoppdrett og fiskeindustri. Dette ga oss innblikk i den historiske lønnsomheten i bransjene, samt hvordan utviklingen har vært frem til i dag.

Etter vår mening er strategiske analyser en viktig del av en verdsettingsoppgave. Det er viktig å forstå hva som påvirker bedriften av interne og eksterne krefter.

Dersom vi ser på de totale tall for konsumet av fisk og sjømat er det estimert at vi vil se en økning i årene som kommer. Rapporten "Outlook for fish to 2020", estimerer det fremtidlige konsumet av sjømat frem mot 2020. Konklusjonene i rapporten viser at for å dekke verdens fremtidige etterspørsel etter sjømat er det et behov for en økning i både i den produsert mengden oppdrettsfisk og landet fisk. For Norge som fiskerinasjon er dette gode fremtidsutsikter og aktørene i næringen har dermed et godt grunnlag for videre investeringer og vekst.

Verdivurderingen av profittsentrene ble gjennomført med to forskjellige modeller. Hovedsakelig har vi basert oss på den kontantstrømbaserte totalkapitalmetoden som forutsetter fortsatt drift (going concern), hvor det er den forventede fremtidige inntjeningen som avgjør verdien på selskapet. Det foreligger ingen umiddelbare planer om nedleggelse av driften og vi mener derfor den virkelige verdien blir funnet ved å se på den fremtidige inntjeningen. I verdivurderingen som vi utførte ved bruk av totalkapitalmetoden kom vi frem til at den totale egenkapitalen i selskapet har en verdi på rundt 74,5 millioner kroner. Av disse stod Profittsenter Oppdrett for nesten 55 millioner kroner. Det var som forventet at dette profittsenteret skulle få den høyest verdien, siden de i dag står for 2/3 av omsetningen i NSF.

Som vi har diskutert tidligere er det knyttet en del usikkerhet til verdiestimatene våre. Forutsetninger og antagelser vil alltid ha en skjønnsmessig side ved seg og dette bidrar til å skape usikkerhet rundt estimatene. Det å prognostisere fremtiden til selskaper er vanskelig da markedene er svært dynamiske og mindre endringer kan føre til store utslag på verdien.

En annen viktig faktor ved en verdivurdering er avkastningskravene til kapitalen. Ved beregning av disse legges det inn forutsetninger og dermed introduseres det også usikkerhet her. Som vi var inne på i sensitivitetsanalysen fikk en endring i avkastningskravet til totalkapitalen stor innvirkning på selskapets verdi. Ved å redusere avkastningskravet til Profittsenter Oppdrett med to prosentpoeng økte den gjennomsnittlige verdien med 13 prosent. Dette gir profittsentrets totalkapital en verdi på 82,5 millioner kroner, altså en økning på vel 9,5 millioner kroner.

Beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen baserer seg blant annet på egenkapital og rentebærende gjeld. Utfordringen er å finne en markedsverdi på egenkapitalen. Det finnes imidlertid flere alternativer for å løse dette. Vi valgte å gjennomføre verdiberegningene flere ganger, for på denne måten å få en beregnet verdi på egenkapitalen. Alternativt kunne vi ha benyttet oss av et P/E tall, men en skal være forsiktig med prising på grunnlag av slike modeller. En av grunnene til dette er at forutsetningene om sammenlignbarhet mellom selskaper ofte ikke er oppfylt.

Vi valgte å beregne likvidasjonsverdien til NSF for å sammenligne med den verdien vi fant ved hjelp av totalkapitalmetoden. Denne beregningen ble gjennomført for å kartlegge forskjellen i verdi mellom fortsatt drift (going concern) og en likvidasjon. Vi kom frem til at merverdien for aksjonærene av en fortsatt drift var på 15,4 millioner kroner. Likvidasjonsverdien har også usikkerhet knyttet til seg. Dette er en balansebasert metode som ikke vil vise alle verdidriverne i selskapet, da disse ikke er synlig i balansen. Det kan være elementer som kompetanse, nettverk, organisasjon og teknologi. Disse verdidriverne kan være med på å øke verdien til selskapet, noe som likvidasjonsverdimetoden ikke klarer å fange opp.

11 Konklusjon

Vi har nå gjennomført verdsettingen av Nord-Senja Fiskeindustri AS. Gjennom oppgaven har vi analysert markedene, veksten, regnskapstall og den strategiske posisjonen for selskapet. Problemstillingen vår var som følgende:

”Hva er verdien av Nord-Senja Fiskeindustri AS, og hvilken enhet i bedriften er den viktigste verdidriveren?”

Etter å ha beregnet verdien til selskapet med total kapitalmetoden har vi kommet frem til at markedsverdien på selskapet ligger rundt 75 millioner kroner. Vi mener at dette er en verdi som gjenspeiler de gjeldende markedsforhold. Regnskapsanalysen viser at NSF er et solid selskap med god likviditet og avkastning på den kapitalen de forvalter. Dette mener vi er med på å bygge opp under denne verdien.

Etter en grundig analyse av markedsforhold og bedriftens interne sider har vi kommet frem til at Profittsenter Oppdrett er den klart viktigste verdidriveren i NSF. Dette profittsenteret har etter våre beregninger en markedsverdi på rundt 55 millioner kroner, noe som utgjør hele 74 prosent av denne den beregnede totale verdien av NSF. Dette var som forventet da Profittsenter Oppdrett står for den største delen av driftsinntektene og samtidig legger beslag på 80 prosent av selskapets totale eiendeler.

De strategiske valgene NSF har gjort i form av den vertikale integreringen oppstrøms og nedstrøms er med på å styrke selskapets posisjon i markedet. I kraft av å være medeier i Skardalen Settefisk sikrer selskapet seg tilgang på råvarer til sin oppdrettsproduksjon. Eierandelene i Unicod og Norway Royal Salmon bidrar til å gi selskapet større kontroll over salget av ferdigvarene. Selskapet høster i tillegg verdifulle fordeler innen markedsføring, salg og logistikk fra selskaper som er spesialisert innen disse fagområdene.

Det foreligger ingen planer om å avvikle driften av NSF, men vi valgte å inkludere likvidasjonsverdien for å se på differansen mellom fortsatt drift og en nedleggelse. Vi mener våre verdiberegninger er gode insentiver til eierne for en fortsatt drift av Nord-Senja Fiskeindustri.

Helt til slutt ønsker vi å komme med en anbefaling til eierne av NSF. Dersom de vurderer å selge selskapet kan det i mange tilfeller lønne seg å bruke tid på å forberede et eventuelt salg. Dette gjør at ledelsen og styret i samarbeid får en mulighet til å synliggjøre eventuelle underliggende verdier i selskapet på en bedre måte. Slik vi ser det ligger det betydelige skjulte verdier i konsesjonene som selskapet eier. Frem til nå har disse vært utnyttet på en forsiktig måte, med slakting kun i deler av året. Med en bedre utnyttelse av MTB vil det være mulig for selskapet å ha kontinuerlig drift gjennom hele året. Dette vil være med på å øke en eventuell salgsverdi på selskapet.

Av de to bransjene NSF operer i, mener vi, at den største veksten og marginene i fremtiden vil ligge innen oppdrettsnæringen. Da oppdrett også er den største verdidriveren i selskapet er det, etter vårt syn, denne næringen Nord-Senja Fiskeindustri AS primært bør satse videre på.

Litteraturliste

- Bendiksen, B. I. (2007). Driftsundersøkelsen i fiskeindustrien - oppsummering av inntjening og lønnsomhet i 2005. Tromsø: Fiskeriforskning.
- Bendiksen, B. I. (2008). Driftsundersøkelse i fiskeindustrien - resultater for driftsåret 2006. Tromsø.
- Biomarin-Vekst. (2007). Sjømat i Rogaland. Stavanger.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (1998). Fusjoner og oppkjøp. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Brealey, R. A., Allen, F., & Myers, S. C. (2006). Corporate finance (8th ed.). Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin.
- Brønnøysundregistrene. (2008). Årsregnskap. Retrieved 17.02, 2008
- Dahl, E. (2007). Kyst og havbruk 2007, from [http://www.imr.no/ data/page/7377/3.2 Markedssituasjonen for laks og orret 2006.pdf](http://www.imr.no/data/page/7377/3.2_Markedssituasjonen_for_laks_og_orret_2006.pdf)
- Dahl, G. A. (2004). Virkelig verdi i årsregnskapet.
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). Verdsettelse i teori og praksis festskrift til Knut Boyes 60-årsdag. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Delgado, C. L., Wada, N., Rosegrant, M. W., Meijer, S., & Ahmed, M. (2003). Outlook for fish to 2020 - Meeting global demand. International Food Policy Research Institute.
- Direktoratet, f. n. (2007). Status for rømmingssituasjonen. Retrieved 26.03, 2008, from http://www.miljostatus.no/templates/PageWithRightListing_2236.aspx
- Eide, A. (2005). Is competitive advantages in multinational aquaculture companies achievable?, Aquaculture Seminar. Oslo.
- Eksportutvalget for fisk, E. (2006). Norsk sjømateksport Fakta og tall 05. Tromsø: Eksportutvalget for fisk.
- Eksportutvalget for fisk, E. (2007). Tall og fakta 06 - Statistisk overblikk på norsk sjømat verden rundt. Tromsø: Eksportutvalget for fisk.
- Eksportutvalget for fisk, E. (2008a). Atlantic Salmon Production (pp. 1 s.). Tromsø.
- Eksportutvalget for fisk, E. (2008b). Verden og vi - Med tall og fakta for hele 2007. Tromsø: Eksportutvalget for fisk.
- FHL. (2008). Pris til oppdretter. Retrieved 09.04, 2008, from <http://www.akvafakta.no/category/Pris%20oppdretter/category.php?categoryID=16>
- Finn. (2008). Kart. Retrieved 05.05.08, 2008, from <http://kart.finn.no/>

- Fiskeridirektoratet. (2003). Lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon laks og ørret 2002.
- Fiskeridirektoratet. (2005). Lønnsomhetsundersøkelser for matfiskproduksjon laks og ørret 2004. Oslo.
- Fiskeridirektoratet. (2007). Økonomiske analyser fiskeoppdrett, lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon laks og ørret 2006: Fiskeridirektoratet.
- Fiskeridirektoratet. (2008). Rømmingsstatistikk. Retrieved 26.03, 2008, from http://www.fiskeridir.no/fiskeridir/kystzone_og_havbruk/statistikk/roemningsstatistikk
- FKD, F.-o. k. (2005). Havbruksnæringen. Retrieved 26.03, 2008, from <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/dok/regpubl/stmeld/20042005/Stmeld-nr-19-2004-2005-/10/1.html?id=406748>
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hanssen, A. (1997). 25 ÅR Nord-Senja Fiskeindustri AS Talberg Grafiske AS.
- Hjeltnes, A. (2008). Marine Harvest (Presentasjon ved NFH, Håp i Havet ed., pp. 62). Tromsø.
- Hoff, K. G. (2002). Bedriftens økonomi (5. utg. ed.). [Oslo]: Universitetsforl.
- Hoff, K. G. (2005). Bedriftens økonomi (6. utg. ed.). Oslo: Universitetsforl.
- Johansen, E. (2008). Presentasjon av Nord-Senja Fiskeindustri AS. Botnhamn.
- Knutsen, G. (2004). Bekjempelsesstrategier for Infeksiøs Lakseanemi - nasjonalt og internasjonalt.
- Koller, T., Wessels, D., & Goedhart, M. (2005). Valuation measuring and managing the value of companies (4th ed.). Hoboken, N.J.: Wiley.
- Kristoffersen, T. (2002). Årsregnskapet en grunnleggende innføring. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kvistad, A. (2008). Norsk laks snart uhindret til EU, from <http://www.fhl.no/article2725.html>
- Larsen, B. P. (2008). Sjømatdagene på Hell 2008. Hell.
- Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning, N. (2005). Næringsinnhold i laks. Retrieved 16.04, 2008, from http://www.nifes.no/index.php?page_id=174&article_id=947&lang_id=1

- Norge. (2004). Lov av 13. juni 1997 nr 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) med endringer sist ved lov av 12. desember 2003 nr. 120 (i kraft 1. januar 2004). Oslo: Cappelen Akademisk forl.
- Norges-Bank. (2002). Inflasjonsrapport 1/2002. Retrieved 25.04, 2008
- Norges-Bank. (2007). Pengepolitikk. Retrieved 26.04, 2008, from http://www.norges-bank.no/Pages/Section_252.aspx
- Norges-Bank. (2008). Statsobligasjoner. Retrieved 21.04, 2008, from http://www.norges-bank.no/Pages/Article_55496.aspx
- NRS, N. R. S. (2008). Norway Royal Salmon. Retrieved 05.05, 2008, from <http://www.norwayroyalsalmon.com/>
- Nørgaard, P., Borud, I., & Engevik, J. (2003). Det store norske økonomileksikon. Sandefjord: Læremiddelforl. i samarbeid med Cappelen.
- Oslo Børs, O. (2008). Avtale. Oslo: Oslo Børs.
- Palepu, K. G. (2007). Business analysis and valuation text and cases (Ifrs-edition ed.). London: Thomson.
- Porter, M. E. (1980). Competitive strategy techniques for analyzing industries and competitors. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1985). Competitive advantage creating and sustaining superior performance. New York: Free Press.
- Roos, G., Roos, J., Fernström, L., & Krogh, G. v. (2005). Strategi en innføring (4. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Rusten, G., & Aarset, B. (Eds.). (2007). Havbruk akvakultur på norsk. Bergen: Fagbokforl.
- SSB. (2004a). Mot bedre tider for lakseeksporten? Retrieved 26.03, 2008, from http://www.ssb.no/magasinet/norge_verden/art-2004-10-14-01.html
- SSB. (2004b). Mot bedre tider for lakseeksporten? Retrieved 26.03, 2008
- SSB. (2005). Fiskeoppdrett 2005.
- SSB. (2008). Fiskeristatistikk 2005.
- Vassdal, T. (2007). Hva skjer i Chile i 2008? Tromsø.
- Vassdal, T. (2008). Statistikk.

Appendiks

Resultatregnskap Nord-Senja Fiskeindustri AS

År	2003	2004	2005	2006	2007
Driftsinntekter og driftskostnader					
Salgsinntekter	34 968 634	36 034 712	45 532 933	76 010 100	73 269 576
Annen driftsinntekt	947 366	193 156	158 678	125 200	98 400
Sum driftsinntekter	35 916 000	36 227 868	45 691 610	76 135 300	73 367 976
Varekostnader	25 468 013	29 908 766	35 875 722	46 511 813	50 827 866
End.beh.varer u.tilv. og ferdigvarer	381 000	(3 276 000)	(4 744 000)	1 705 000	(709 000)
Lønnskostnader m.m.	5 320 710	5 056 009	5 747 972	6 846 424	6 963 811
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler	1 562 222	1 500 250	1 495 212	1 631 347	1 904 144
Annen driftskostnad	3 346 880	3 077 822	3 493 501	6 058 303	6 719 414
Sum driftskostnader	36 078 825	36 266 848	41 868 408	62 752 888	65 706 235
Driftsresultat	(162 825)	(38 979)	3 823 203	13 382 412	7 661 741
Finansinntekter og finanskostnader					
Inntekt på investering i annet foretak i samme konsern	452 981	2 610	-	5 210	26 077
Annen renteinntekt	72 434	14 880	21 232	16 651	47 482
Annen finansinntekt	23 088	-	-	-	75 860
Annen rentekostnad	1 604 544	1 217 701	1 431 867	1 446 232	1 353 196
Annen finanskostnad	74 276	51 879	27 161	42 482	50 812
Resultat av finansposter	(1 130 317)	(1 252 090)	(1 437 796)	(1 466 853)	(1 254 589)
Resultat før skattekostnad	(1 293 143)	(1 291 069)	2 385 407	11 915 559	6 407 152
Skattekostnad på ordinært resultat	(501 616)	(445 500)	667 913	3 334 898	1 766 674
Ordinært resultat	(791 527)	(845 569)	1 717 494	8 580 661	4 640 478
Ekstraordinær inntekt	-	4 110 458	1 900 000	511 455	-
Ekstraordinær kostnad	-	7 650 530	-	-	-
Skattekostnad på ekstraordinært resultat	-	(907 220)	532 000	143 207	-
Resultat av ekstraordinære poster	-	(2 632 852)	1 368 000	368 248	-
Årsresultat	(791 527)	(3 478 421)	3 085 494	8 948 909	4 640 478
Anvendelse					
Avsatt til utbytte	-	-	-	1 349 865	1 500 000
Avsatt til annen egenkapital	(791 527)	(3 478 421)	3 085 494	7 599 044	3 140 478
Sum anvendelse	(791 527)	(3 478 421)	3 085 494	8 948 909	4 640 478

Tabell I: Resultatregnskap Nord-Senja Fiskeindustri AS

Balanse (eiendeler) Nord-Senja Fiskeindustri AS

År	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007
Anleggsmidler					
Immaterielle eiendeler					
Konsesjoner, patenter, varemerker og lignende rettigheter	5 000 000	5 000 000	5 000 000	5 000 000	5 000 000
Utsatt skattefordel	264 055	1 616 775	416 862		
Sum immaterielle eiendeler	5 264 055	6 616 775	5 416 862	5 000 000	5 000 000
Varige driftsmidler					
Bygninger og annen fast eiendom	5 199 858	4 819 053	4 504 039	4 273 627	5 413 204
Maskiner og anlegg	2 949 989	2 601 602	3 964 465	4 891 399	7 669 301
Skip og flytende installasjoner	3 127 292	2 823 296	2 675 795	2 497 891	3 730 135
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormaskiner og lignende	12 134	-		-	18 037
Sum varige driftsmidler	11 289 273	10 243 952	11 144 299	11 662 916	16 830 676
Finansielle driftsmidler					
Investeringer i aksjer og andeler	122 700	122 700	122 700	95 600	84 600
Sum finansielle driftsmidler	122 700	122 700	122 700	95 600	84 600
Sum anleggsmidler	16 676 028	16 983 427	16 683 861	16 758 516	21 915 276
Omløpsmidler					
Lager av varer og annen beholdning	18 800 000	15 342 000	20 130 000	18 203 000	18 844 000
Fordringer					
Kundefordringer	2 349 197	553 601	2 395 672	9 067 304	9 384 089
Andre fordringer	675 661	1 915 020	875 759	988 690	1 406 028
Sum fordringer	3 024 858	2 468 621	3 271 431	10 055 994	10 790 117
Investeringer					
Markedsbaserte aksjer			-	727 106	1 727 106
Sum investeringer			-	727 106	1 727 106
Bankinnskudd, kontanter og lignende	251 610	244 923	245 949	243 222	3 361 869
Sum omløpsmidler	22 076 468	18 055 545	23 647 380	29 229 321	34 723 092
Sum eiendeler	38 752 497	35 038 972	40 331 241	45 987 837	56 638 368

Tabell II: Balanse (eiendeler) Nord-Senja Fiskeindustri AS

Balanse (egenkapital og gjeld) Nord-Senja Fiskeindustri AS

År	2003	2004	2005	2006	2007
Egenkapital					
Innskutt egenkapital					
Selskapskapital	405 000	405 000	405 000	405 000	405 000
Overkursfond	6 226 521	6 226 521	6 226 521	6 226 521	6 226 521
Sum innskutt egenkapital	6 631 521	6 631 521	6 631 521	6 631 521	6 631 521
Opptjent egenkapital					
Annen egenkapital	5 365 301	1 886 880	4 972 372	12 571 416	15 711 894
Sum opptjent egenkapital	5 365 301	1 886 880	4 972 372	12 571 416	15 711 894
Sum egenkapital	11 996 822	8 518 401	11 603 893	19 202 937	22 343 415
Gjeld					
Andre avsetninger for forpliktelser	700 000	575 000	325 000		
Utsatt skatt				3 061 243	4 696 617
Sum avsetninger for forpliktelser	700 000	575 000	325 000	3 061 243	4 696 617
Annen langsiktig gjeld					
Gjeld til kredittinstitusjoner	6 898 428	5 611 795	4 440 877	3 269 960	10 416 390
Øvrig langsiktig gjeld			993 000		
Sum annen langsiktig gjeld	6 898 428	5 611 795	5 433 877	3 269 960	10 416 390
Kortsiktig gjeld					
Gjeld til kredittinstitusjoner	16 073 566	17 144 172	18 176 016	12 772 521	12 909 183
Leverandørgjeld	2 133 728	2 413 324	3 660 299	3 221 102	1 767 289
Betalbar skatt				-	131 300
Skyldig offentlige avgifter	241 607	160 746	309 083	2 165 245	1 959 940
Utbytte				1 349 865	1 500 000
Annen kortsiktig gjeld	708 378	615 534	823 073	944 964	914 234
Sum kortsiktig gjeld	19 157 247	20 333 777	22 968 471	20 453 698	19 181 946
Sum gjeld	26 755 675	26 520 571	28 727 348	26 784 900	34 294 953
Sum egenkapital og gjeld	38 752 497	35 038 972	40 331 241	45 987 837	56 638 368

Tabell III: Balanse (egenkapital og gjeld) Nord-Senja Fiskeindustri AS

Balanse (eiendeler) Profittsenter Oppdrett

År	2006	2007
Anleggsmidler		
Immaterielle eiendeler		
Konsesjoner, patenter, varemerker og lignende rettigheter	5 000 000	5 000 000
Utsatt skattefordel		
Sum immaterielle eiendeler	5 000 000	5 000 000
Varige driftsmidler		
Bygninger og annen fast eiendom	1 424 542	1 804 401
Maskiner og anlegg	3 260 933	5 112 867
Skip og flytende installasjoner	2 497 891	3 730 135
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormaskiner og lignende	-	12 025
Sum varige driftsmidler	7 183 366	10 659 428
Finansielle driftsmidler		
Investeringer i aksjer og andeler	47 800	42 300
Sum finansielle driftsmidler	47 800	42 300
Sum anleggsmidler	12 231 166	15 701 728
Omløpsmidler		
Lager av varer og annen beholdning	18 203 000	18 844 000
Fordringer		
Kundefordringer	6 044 869	6 256 059
Andre fordringer	659 127	937 352
Sum fordringer	6 703 996	7 193 411
Investeringer		
Markedsbaserte aksjer	527 106	1 527 106
Sum investeringer	527 106	1 527 106
Bankinnskudd, kontanter og lignende	162 148	2 241 246
Sum omløpsmidler	25 596 250	29 805 763
Sum eiendeler	37 827 416	45 507 492

Tabell IV: Balanse (eiendeler) Profittsenter Oppdrett

Balanse (egenkapital og gjeld) Profittsenter Oppdrett

År	2006	2007
Egenkapital		
Innskutt egenkapital		
Selskapskapital	270 000	270 000
Overkursfond	4 151 014	4 151 014
Sum innskutt egenkapital	4 421 014	4 421 014
Opptjent egenkapital		
Annen egenkapital	11 208 700	13 531 410
Sum opptjent egenkapital	11 208 700	13 531 410
Sum egenkapital	15 629 714	17 952 424
Gjeld		
Andre avsetninger for forpliktelser	-	-
Utsatt skatt	2 040 829	3 131 078
Sum avsetninger for forpliktelser	2 040 829	3 131 078
Annen langsiktig gjeld		
Gjeld til kredittinstitusjoner	2 679 973	8 508 181
Øvrig langsiktig gjeld	-	-
Sum annen langsiktig gjeld	2 679 973	8 508 181
Kortsiktig gjeld		
Gjeld til kredittinstitusjoner	12 356 115	11 733 965
Leverandørgjeld	2 147 401	1 178 193
Betalbar skatt	-	87 533
Skyldig offentlige avgifter	1 443 497	1 306 627
Utbytte	899 910	1 000 000
Annen kortsiktig gjeld	629 976	609 489
Sum kortsiktig gjeld	17 476 899	15 915 807
Sum gjeld	22 197 701	27 555 066
Sum egenkapital og gjeld	37 827 415	45 507 490

Tabell V: Balanse (egenkapital og gjeld) Profittsenter Oppdrett

Balanse (eiendeler) Profittsenter Fiskeindustri

År	2 006	2 007
Anleggsmidler		
Immaterielle eiendeler		
Konsesjoner, patenter, varemerker og lignende rettigheter		
Utsatt skattefordel		
Sum immaterielle eiendeler	-	-
Varige driftsmidler		
Bygninger og annen fast eiendom	2 849 085	3 608 803
Maskiner og anlegg	1 630 466	2 556 434
Skip og flytende installasjoner	-	-
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormaskiner og lignende		6 012
Sum varige driftsmidler	4 479 551	6 171 249
Finansielle driftsmidler		
Investeringer i aksjer og andeler	47 800	42 300
Sum finansielle driftsmidler	47 800	42 300
Sum anleggsmidler	4 527 351	6 213 549
Omløpsmidler		
Lager av varer og annen beholdning	-	-
Fordringer		
Kundefordringer	3 022 435	3 128 030
Andre fordringer	329 563	468 676
Sum fordringer	3 351 998	3 596 706
Investeringer		
Markedsbaserte aksjer	200 000	200 000
Sum investeringer	200 000	200 000
Bankinnskudd, kontanter og lignende	81 074	1 120 623
Sum omløpsmidler	3 633 072	4 917 329
Sum eiendeler	8 160 423	11 130 878

Tabell VI: Balanse (eiendeler) Profittsenter Fiskeindustri

Balanse (egenkapital og gjeld) Profittsenter Fiskeindustri

År	2006	2007
Egenkapital		
Innskutt egenkapital		
Selskapskapital	135 000	135 000
Overkursfond	2 075 507	2 075 507
Sum innskutt egenkapital	2 210 507	2 210 507
Opptjent egenkapital		
Annen egenkapital	1 362 717	2 180 484
Sum opptjent egenkapital	1 362 717	2 180 484
Sum egenkapital	3 573 224	4 390 991
Gjeld		
Andre avsetninger for forpliktelser	-	-
Utsatt skatt	1 020 414	1 565 539
Sum avsetninger for forpliktelser	1 020 414	1 565 539
Annen langsiktig gjeld		
Gjeld til kredittinstitusjoner	589 987	1 908 209
Øvrig langsiktig gjeld	-	-
Sum annen langsiktig gjeld	589 987	1 908 209
Kortsiktig gjeld		
Gjeld til kredittinstitusjoner	416 406	1 175 218
Leverandørgjeld	1 073 701	589 096
Betalbar skatt	-	43 767
Skyldig offentlige avgifter	721 748	653 313
Utbytte	449 955	500 000
Annen kortsiktig gjeld	314 988	304 745
Sum kortsiktig gjeld	2 976 798	3 266 139
Sum gjeld	4 587 199	6 739 887
Sum egenkapital og gjeld	8 160 423	11 130 878

Tabell VII: Balanse (egenkapital og gjeld) Profittsenter Fiskeindustri