

Verdivurdering av Polar Prawn AS

av

Cato Mikkelsen



Mastergradsoppgave i fiskerifag,
studieretning bedriftsøkonomi
(30 stp)

Institutt for økonomi
Norges fiskerihøgskole
Universitetet i Tromsø

Mai 2007

Forord

Denne mastergradsoppgaven markerer slutten på min fem år lange utdannelse ved Norges fiskerihøgskole, ved Universitetet i Tromsø. Det har vært fem lærerike år, som har gjort meg rik på kunnskap og kompetanse, men har også gitt meg mye sosialt.

Arbeidet med oppgaven har vært meget interessant og utfordrende, men det har samtidig vært meget lærerikt som har gitt meg mange nye erfaringer. Jeg vil benytte anledningen til å takke de som har hjulpet meg i arbeidet med oppgaven. Stor takk til min veileder Terje Vassdal for faglig kompetanse og gode tilbakemeldinger. Videre vil jeg takke Johnny Caspersen som har vært behjelpelig med regnskapsinformasjon og annen nyttig informasjon. Jeg vil også rette en takk til alle eierne i Polar Prawn AS som ga meg anledning til å benytte selskapet i denne oppgaven, og i den forbindelse en spesiell takk til min bestefar Nils Olsen.

Det skal også sendes en takk til studiekamerater som har bidratt til studietiden til en minnerik opplevelse.

Avslutningsvis vil jeg takke minne forelder, nære venner og familie, som har vært gode motivatorer og støttespillere opp gjennom alle disse årene. En spesiell takk til min kjære Marinell som de siste dager har vist meg stor støtte og forståelse i innspurten av min studietid. Helt avslutningsvis ønsker jeg å avslutte med følgende sitat:

”Ka vi sku gjort uten havet, sku vi bært båtan på feske?”

-ukjent-

Tromsø, mai 2007

Cato Mikkelsen

Sammendrag

Denne mastergradsoppgaven ble gjort med det formål å gjøre en verdivurdering av rederiet Polar Prawn AS. Oppgaven starter med en presentasjon av generell utvikling for norsk rekeindustri og rekeflåte for perioden 1995-2005. På bakgrunn av lønnsomhetsundersøkelser belyses her de vanskelige rammevilkårene som preger næringen, både lønnsomhetsmessig og markedsmessig. Deretter gis en presentasjon av selskapets utvikling, hvor det spesielt legges vekt på sammenligning av regnskapsanalysen for Polar Prawn AS og gjennomsnittet for fartøygruppen. Denne analysen viser at Polar Prawn AS pr. i dag drives meget godt, og kan vise til betydelig bedre resultater enn gjennomsnittet for fartøygruppen. På bakgrunn av historisk utvikling estimeres forventet økonomisk vekst, noe som igjen danner grunnlaget for verdivurderingen.

Ved hjelp av diskonterte fremtidige kontantstrømmer beregnes markedsverdien på totalkapitalen og egenkapitalen for Polar Prawn AS til henholdsvis 207 mill. kroner og 98 mill. kroner. For å vise verdierestimatets følsomhet for endringer i forutsatte parametere gjennomføres en sensitivitetsanalyse.

Jeg vil understreke at denne oppgaven kun er gjort som en øvingsoppgave for å estimere hva selskapet er verdt. Informasjonen om selskapet og tillatelse til å benytte denne i oppgaven er gitt av Johnny Caspersen, daglig leder for Polar Prawn AS.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	i
Sammendrag.....	iii
Innholdsfortegnelse.....	iv
Tabeller og figurer.....	vi
1.0 Innledning.....	1
1.1 Formål.....	1
1.2 Bakgrunn for utredningen og problem definisjon.....	1
2.0 Presentasjon av selskap og bransje.....	3
2.1 Utvikling og situasjonsbeskrivelse av rekeindustrien.....	3
2.2 Utvikling og situasjonsbeskrivelse i norsk rekeflåte.....	7
2.3 Selskapets historie og utvikling frem til i dag.....	12
2.4 Regnskapsanalyse.....	14
2.5 Fremtidsutsikter.....	21
3.0 Teori- og metodegrunnlag.....	25
3.1 Balansebaserte metoder.....	25
3.2 Inntjeningsbaserte metoder.....	26
3.3 Relativ verdivurdering.....	28
3.4 Kontantstrømbaserte modeller.....	29
3.5 Opsjonsbasert verdivurdering.....	32
3.6 Valg av metode.....	35
4.0 Avkastningskrav.....	37
4.1 Kapitalverdimodellen.....	37
4.2 Totalkapitalkrav.....	43

5.0 Verdsettelse av Polar Prawn AS.....	47
5.1 Estimering av fremtidig økonomisk utvikling.....	47
5.2 Estimering av budsjettperioden.....	53
5.3 Verdiberegning av Polar Prawn AS.....	55
6.0 Sensitivitetsanalyse.....	59
6.1 Endring i selskapets fremtidige vekst.....	59
6.2 Endring i selskapets avkastningskrav.....	61
6.3 Endring i selskapets fremtidige investeringer.....	62
6.4 Endring av selskapets fangstgrunnlag.....	63
6.5 Sensitivitetsanalyse med hensyn på rekefisket.....	65
7.0 Diskusjon.....	71
8.0 Konklusjon.....	75
Kildeliste.....	77
VEDLEGG 1.....	A
VEDLEGG 2.....	B

Tabeller og figurer

Tabell 1: Hovedtall for samlet lønnsomhet i rekeindustrien i perioden 1995-2000

Tabell 2: Hovedtall for samlet lønnsomhet i rekeindustrien i perioden 2000-2004.

Tabell 3: Totalt landet kvantum råreker til pilling fra norske båter i perioden 1995-2006.

Tabell 4: Antall fartøy og rekeetrålkonsesjoner fordelt på fylker.

Tabell 5: Hovedtall for gjennomsnittlig lønnsomhet for rekeetrålere som er sammenlignbare med M/Tr. Rosvik

Tabell 6: Hovedtall for Polar Prawn AS lønnsomhet. Tallene for 2006 er kun foreløpige tall.

Tabell 7: Likviditetsanalyse av Polar Prawn AS og sammenlignbare fartøyer

Tabell 8: Soliditetsanalyse av Polar Prawn AS og sammenlignbare fartøyer.

Tabell 9: Rentabilitetsanalyse av Polar Prawn AS og sammenlignbare fartøyer

Tabell 10: Utvikling av RIOC og EVA i perioden 1999 til 2006 for Polar Prawn AS.

Tabell 11: Prosentvis endring i driftsinntekt for Polar Prawn AS sammenlignet med gjennomsnittet for bransjen.

Tabell 12: Prosentvis endring i drivstoffkostnader og drivstoffkostnader i prosent av driftsinntekt for Polar Prawn AS.

Tabell 13: Prosentvis endring i lønnskostnader og lønnskostnader i prosent av driftsinntekter for Polar Prawn

Tabell 14: Prosentvis endring i andre driftskostnader og andre driftskostnader i prosent av driftsinntekt for Polar Prawn AS.

Tabell 15: Analyse av total og prosentvis endring i anleggsmidler for Polar Prawn AS.

Tabell 16: Totale avskrivninger i perioden 2001-2006, og avskrivninger i prosent av varige driftsmidler.

Tabell 17: Gjennomsnittlig arbeidskapital og arbeidskapital i prosent av selskapets driftsinntekter.

Tabell 18: Netto finansposter i prosent av rentebærende gjeld, og prosentvis årlig endring for Polar Prawn AS

Tabell 19: Beregnede rentekostnader i forhold til rentebærende gjeld for Polar Prawn AS i perioden 2007-2015.

Tabell 20: Estimering av årsresultat for Polar Prawn AS i budsjettperioden 2007-2015.

Tabell 21: Prognostiserte årlige investeringer og endring i arbeidskapital for Polar Prawn AS.

Tabell 22: Estimerte kontantoverskudd til totalkapitalen til Polar Prawn AS

Tabell 23: Prosentvis endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av vekstrate for reker.

Tabell 24: prosentvis endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av vekstrate for hvitfisk.

Tabell 25: Prosentvis endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av fremtidig vekstrate

Tabell 26: Endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av selskapets avkastningskrav.

Tabell 27: Endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av fremtidige investeringer.

Tabell 28: Endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av selskapets totalkvote for hvitfisk.

Tabell 29: Endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring i fangstrate i rekefisket.

Tabell 30: Endringer i driftsresultat for Polar Prawn AS ved økning i bunkerspris (alt annet konstant).

Tabell 31: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved reduksjon av bunkersprisen (alt annet konstant).

Tabell 32: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved reduksjon i rekepris (alt annet konstant).

Tabell 33: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved økning i rekeprisen (alt annet konstant).

Tabell 34: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved endring av fangstrater i rekefisket (alt annet konstant).

Tabell 35: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved økning av fangstraten i rekefisket (alt annet konstant).

Figur 1: Modellberegnet bestandsutvikling for rekebestanden i Barentshavet, basert på data fra russiske og norske tokt, samt fiskeridata (Hvingel 2007).

Figur 2: Figuren viser utviklingen i avkastning for en put- og call opsjon.

Figur 3: Binomisk opsjonsprisings prinsipp

Figur 4: Sammenhang mellom avkastning og risiko (Sirnes 2006)

Figur 5: Grafisk fremstilling av endringen av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av vekstrate for hvitfisk og reker.

Figur 6: Grafisk fremstilling av endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av fremtidig vekstrate

Figur 7: Grafisk fremstilling av endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av selskapets avkastningskrav.

Figur 8: Grafisk fremstilling av endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring i fremtidige investeringer.

Figur 9: Figuren viser endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av selskapets hvitfisk kvote eller fangstrate i rekefisket.

1.0 Innledning

1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verdsettelse av rederiet Polar Prawn AS, og gi en et anslag på markedsverdien av selskapets egenkapital. Rederiet er etablert i Tromsø i 1999, og eier tråleren M/Tr. Rosvik, som er en kombinasjonsbåt mellom rekeetrål og torskeetrål.

Det finnes ulike modeller for verdsettelse av selskaper. I denne oppgaven vil jeg gjennomgå de viktigste av disse, men konsentrere meg om de kontantstrømbaserte modellene. Ved bruk av kontantstrømbasert modell vil jeg estimere verdien av fremtidige kontantstrømmer som selskapet genererer, og neddiskontere disse til dagens verdi i henhold til fastsatte avkastningskrav. En analyse av selskapets historiske vekst, samt estimert fremtidig utvikling, vil gjøres på bakgrunn av selskapets historiske regnskaper.

1.2 Bakgrunn for utredningen og problemdefinisjon

Siden årtusen skiftet har norsk rekeindustri og rekeflåten stått ovenfor store utfordringer knyttet til effektivitet og lønnsomhet. Frem mot år 2000 hadde rekeføringen vært preget av optimisme og gode håp for fremtiden, men så kom nedturen. Historisk sett har fiskerinæringen ofte vært preget av slike konjunktursvingninger. Selv om disse nedturene ofte preges av konkurser, er det likevel enkelte næringsaktører som likevel klarer å generere gode resultater selv i tøffe tider. Også politisk sett har det de siste årene stadig blitt lagt frem tiltak for å bedre lønnsomheten for fiskeflåten. Men hvordan påvirkes egentlig aktørene av disse stadige endringene i rammebetingelsene? Dette fører oss videre til problemstillingen for denne masteroppgaven.

Problemstillingen jeg skal besvare er som følger: ***”Hva er et estimat av markedsverdien til Polar Prawn AS, og hva blir verdien dersom vi tar hensyn til endringer i rammebetingelsene til selskapet?”***

2.0 Presentasjon av selskap og bransje

I dette kapitlet vil jeg se nærmere på utviklingen innen rekeindustrien og norsk rekeflåte. Jeg har lagt til grunn lønnsomhetsundersøkelser fra 1995 og frem til 2004 utført av Fiskeridirektoratet og Fiskeriforskning. Til slutt i kapitlet vil jeg gjøre en vurdering av fremtidsutsiktene for norsk rekenæring.

2.1 Utvikling og situasjonsbeskrivelse av rekeindustrien

Hovedtyngden i norsk rekeindustrien ligger i Troms og Finnmark. Mellom 80-90 % av landet kvantum produseres her, og da i hovedsak som singelfryste pillede reker. Det resterende kvantum blir produsert i Rogaland og Skagerrak og da i hovedsak som pillede reker i lake (Bendiksen og Isaksen 2000).

2.1.1 Lønnsomhet i rekeindustrien

Fra 1995 og frem til 2000 opplevde rekeindustrien gode tider. Driftsinntektene økte fra rundt 950 millioner til rundt 1,3 milliarder i 1999 og 2000. Rekeindustrien var samtidig en av de mest lønnsomme sektorene innenfor norsk fiskeindustri (Bendiksen 2006). Driftsmarginen økte fra 2,8 % i begynnelsen av perioden til over 5 % mot slutten av perioden. Toppåret for rekeindustrien ble 1999 da den oppnådde en samlet driftsmargin på 5,8 %. Økte landinger fra Barentshavet, noe som spesielt kom nordnorsk rekeindustri til gode, og svikt i rekebestanden ved Island i denne perioden, var viktige faktorer for den gode lønnsomheten i rekeindustrien. Island er den største konkurrenten til norske kaldtvannsreker (*Pandalus borealis*), og redusert produksjon her bidro til å presse opp markedsprisen på norske kaldtvannsreker (Bendiksen og Isaksen 2000).

På neste side oppsummeres den samlede lønnsomheten for norsk rekeindustri i perioden 1995-2000 og 2000-2004 i to tabeller.

Tabell 1: Hovedtall for samlet lønnsomhet i rekeindustrien i perioden 1995-2000¹ (1000 kr)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Antall selskap	18	17	16	17	16	15
Antall årsverk	393	399	406	464	438	410
Driftsinntekter	946 580	860 523	904 564	1 250 233	1 300 889	1 282 487
Driftsresultat	26 922	41 490	43 618	69 037	74 941	57 559
Driftsmargin	2,8 %	4,8 %	4,8 %	5,5 %	5,8 %	4,5 %
Ordinært resultat før skatt	6 353	21 892	26 782	45 723	57 180	25 476
Resultatmargin	0,7 %	2,5 %	3,0 %	3,7 %	4,4 %	2,0 %
Eiendeler	543 656	494 048	507 380	563 220	738 313	935 987
Totalkapitalrentabilitet	6,3 %	8,6 %	9,6 %	13,0 %	9,0 %	7,9 %
Egenkapitalandel	13,1 %	14,2 %	16,1 %	24,0 %	20,5 %	23,0 %

Som vi ser av tabellen ovenfor var investeringene i denne perioden betydelige da de totale eiendelene i industrien er økt fra rundt 543 mill. kroner i 1995 til nesten 936 mill. kroner i år 2000. Optimismen i industrien frem mot årtusenskiftet gjorde at det samlet sett, fra 1995 til 2000, ble investert for 350-400 millioner. Dette var i hovedsak teknologiske investeringer som skulle bidra til å automatisere og optimalisere produksjonen (Bendiksen 2006).

Etter 2000 endret imidlertid situasjonen seg betraktelig for rekeindustrien. Fra driftsinntekter på rundt 1,3 milliarder ved årtusenskiftet gikk disse fort nedover og har de siste årene ligget på rundt 800 millioner, noe som er det laveste på ti år.

Tabell 2: Hovedtall for samlet lønnsomhet i rekeindustrien i perioden 2000-2004² (1000 kr.)

	2000	2001	2002	2003	2004
Antall selskap	15	14	12	10	10
Antall årsverk	410	—	—	—	—
Driftsinntekter	1 282 487	1 098 055	815 897	813 230	811 275
Driftsresultat	57 559	2 404	-13 135	-228	-4 253
Driftsmargin	4,5 %	0,2 %	-1,6 %	0,0 %	-0,5 %
Ordinært resultat før skatt	25 476	-22 210	-40 767	-26 054	-20 458
Resultatmargin	2,0 %	-2,0 %	-5,0 %	-3,2 %	-2,5 %
Eiendeler	935 987	762 210	688 312	640 324	707 794
Totalkapitalrentabilitet	7,9 %	2,7 %	-0,1 %	1,0 %	0,5 %
Egenkapitalandel	23,0 %	17,8 %	17,6 %	15,6 %	14,2 %

(Antall årsverk i perioden 2001-2004 var ikke oppgitt i statistikken).

¹ Bendiksen og Isaksen 2000 og Bendiksen 2006

² Bendiksen 2006

Som vi ser av tabell 2 har samlet driftsmarging for rekeindustrien blitt kraftig redusert etter årtusenskiftet. Til tross for at de store investeringene i perioden frem mot år 2000, skulle bidra til å redusere produksjonskostnadene i industrien, er dagens marginer i rekeindustrien likevel svært små. Det er i denne sammenheng verdt å nevne at det er stor variasjon i lønnsomhet mellom ulike selskapene. For årene 2001 og 2003 da rekeindustrien samlet sett gikk med underskudd gikk allikevel halvpartene av selskapene med overskudd (Bjørklund og Bendiksen 2005).

Ser vi på sammenhengen mellom råstoffpris og landet kvantum til rekeindustrien vil vi finne at det ikke er noen sterk sammenheng mellom høy råstoffpris og dårlig lønnsomhet.

Tabell 3: Totalt landet kvantum råraker til pilling fra norske båter i perioden 1995-2006.

ÅR	Landet kvantum (tonn)	Gjennomsnittspris pr. kg	Verdi
1995	39 250	16,16	634 280
1996	41 505	9,79	406 334
1997	41 961	11,22	470 802
1998	57 142	12,03	687 418
1999	63 538	11,49	730 052
2000	66 501	12,03	800 007
2001	65 225	9,22	601 375
2002	69 148	8,68	600 205
2003	65 565	8,83	578 939
2004	58 961	10,93	644 444
2005	48 311	8,67	418 853
2006	38 509	9,37	360 829

(Kilde: Råfisklaget og Fiskeridirektoratet)

Som vi ser av tabell 3 ovenfor måtte rekeindustrien betale den høyeste råstoffprisen pr. kg i perioden frem mot år 2000, men gikk allikevel samlet sett med overskudd. For toppåret 1999, med en total omsetning på 1,3 milliarder kroner, oppnådde flåten den tredje høyeste råstoffprisen i perioden, med en gjennomsnittspris på 11,49 kroner pr. kg. I bunnåret 2002 var landingene fra flåten størst, og industrien betalte i gjennomsnitt bare 8,68 kroner pr. kg råstoff. Likevel gikk rekeindustrien samlet sett med periodens største underskudd på rundt 13 millioner kroner (se tabell 2). Det bør også nevnes at landet kvantum fra norske båter i 2006, var tilnærmet lik landet kvantum i begynnelsen av perioden. På grunn av den lavere pris på råstoffet er verdien av fangsten redusert med over 40 %, i forhold til verdien i begynnelsen av perioden.

2.1.2 Markedssituasjon for norske kaldtvannsreker

På verdensmarkedet er kaldtvannsreker et beskjedent produktsegment, og utgjør ikke mer enn 10 % av verdens totale fangst og oppdrett av reker. Denne andelen kan imidlertid komme til å synke i fremtiden, da oppdrett av varmtvannsreker forventets å øke (Bjørklund og Bendiksen 2005). Det er imidlertid verdt å nevne at kaldtvannsreker og varmtvannsreker i utgangspunktet er foretrukket i forskjellige produktsegmenter. Varmtvannsreker er større en kaldtvannsreker, og er ofte foretrukket til matlaging da disse tåler varmebehandling bedre. Kaldtvannsreker brukes mest til pilling og videre bearbeiding i industrien, for eksempel ved tilsetning i salater. Selv om varmtvannsreker er et stort produktsegment sammenlignet med kaldtvannsreker, er det i hovedsak i sørlige deler av Europa at dette produktet står sterkt (Bjørklund og Bendiksen 2005). For den norske kaldtvannsreken er de viktigste markedene Sverige, Storbritannia, Danmark, Finland og Island. I 2005 eksporterte Norge reker til en samlet verdi av 876 millioner kroner. Pillede fryste reker utgjør den største andelen, selv om denne er redusert i forhold til året før (reduksjon fra 68 % til 59 %)(EFF 2006).

Storbritannia er det største markedet for pillede reker, og importerer fra Island, Norge, Canada, Grønland og Danmark (Bjørklund og Bendiksen 2005). Dette gjør at markedet er veldig følsomt for endringer i etterspørsel i Storbritannia. I perioder med overforsyning av reker til Storbritannia, har dette fått store negative konsekvenser for rekeprisene (Josupeit 2003, i Bjørklund og Bendiksen 2005). Dette er også noe av grunnen til de betydelige prisfallene i rekeprisene de siste årene. Også det svenske markedet, Norges viktigste rekemarked, har vist seg å være svært sensitivt for pris- og volumendringer, noe som kan tyde på at dette markedet er mettet (Bjørklund og Bendiksen 2005).

Den reduserte lønnsomheten i rekeindustrien etter år 2000, skyldes blant annet endret markedsposisjon for norske kaldtvannsreker på EU-markedet. Mens rekemarkedet før årtusenskiftet var preget av redusert produksjon var det nå stor økning i rekefangster i Nord-Atlanteren, spesielt ved Canada og Grønland hvor fangstene har økt med henholdsvis 150 % og 35 % siden 1994. For 2005 lå den samlede fangsten av kaldtvannsreker på 405 000 tonn. Av dette fanges over 80 % i canadisk eller grønlandsk farvann (Bjørklund og Bendiksen 2005). Dette har bidratt til å utsette den norske kaldtvannsreken for ekstra hard konkurranse, og presset markedsprisen stadig lavere (Bjørklund og Bendiksen 2005). Landingene fra

Barentshavet ble også kraftig redusert som følge av synkende råstoffpris på reker, ettersom dette reduserte lønnsomheten i flåten (Bjørklund og Bendiksen 2005).

Markedsadgangen til EU er også en konkurranseulempe for norsk rekeindustri, sammenlignet med Island og Grønland. Ved eksport til EU ilegges den norske reken mellom 7-20 % toll avhengig av foredlingsgrad (Gregersen 2005). Norge har for øvrig en total tollfri kvote til EU-markedet på 10.000 tonn, hvor fryste pillede reker utgjør 2.000 tonn (Fiskeribladet 30.03.07). Norges to største konkurrenter, Island og Grønland, i legges ikke toll ved eksport til EU-markedet, selv om disse i likhet med Norge ikke er EU-medlemmer. Island har gjort dette gjennom gunstige betingelser i sin EØS-avtale, mens Grønland har en særegen fiskeriavtale med EU, siden Danmark er fullverdig medlem av EU. For å bedre på denne situasjonen kan nye markeder for reker prioriteres, der norske reker møter samme tollbarrierer som sine konkurrenter. Russland, Japan og USA er eksempler på slike markeder (Gregersen 2005).

Som følge av reduserte lønnsomhet i rekeindustrien har konkurser og avvikling av virksomheter vært uunngåelig for enkelte aktører. Mens det i 1995 var 18 selskaper innen rekeindustrien, er antallet i 2005 redusert til seks (Bjørklund og Bendiksen 2005).

2.2 Utvikling og situasjonsbeskrivelse i norsk rekeflåte

Den norske rekeflåten er konsentrert til de tre fylkene i Nord-Norge, samt Møre og Romsdal. I 2005 var 76 av 81 reketrålkonsesjoner hjemmehørende i et av disse fire fylkene.

Tabell 4: Antall fartøy og reketrålkonsesjoner fordelt på fylker.

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Finnmark	23	18	14	14	12	12	8
Troms	51	39	35	32	28	24	20
Nordland	29	27	29	26	27	23	27
Møre og Romsdal	12	21	24	24	25	26	21
Øvrige fylker	4	3	3	3	3	5	5
Totalt	119	108	105	99	95	90	81

(Kilde: Fiskeridirektoratet 2006)

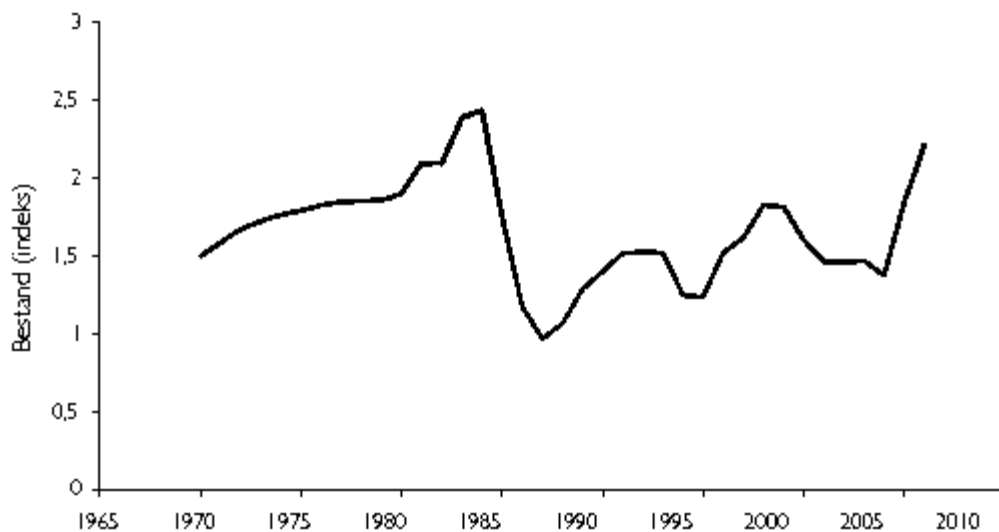
Som vi ser av tabellen har antallet reketrålkonsesjoner ligget stabilt i Nordland og øvrige fylker gjennom hele perioden. For Møre og Romsdal har det derimot vært en dobling av antall konsesjoner siden 1995, og dette er også det eneste fylket som har hatt økning i antall

konsesjoner. For de to nordligste fylkene, Troms og Finnmark, ser vi at det her har vært en tilnærmet halvering av antall konsesjoner siden 1995. Totalt sett har det vært en reduksjon i antall konsesjoner på i overkant av 30 % i løpet av denne tiårsperioden.

2.2.1 Ressurs situasjon

Rekebestanden i Barentshavet (*Pandalus borealis*) er å anse som en stor bestand, og forvaltes i samarbeid mellom Norge og Russland (Hvingel og Aschan 2006). Rekefisket er ikke kvoteregulert, men blir stengt dersom fangst av småreker, eller bifangst av yngel og småfisk, overstiger fastsatte krav. Hvor mye reker som kan fiskes er da avhengig av bestandsnivået. I perioden 1995-2000 økte de totale rekefangstene i Barentshavet med over 200 % da det totalt ble landet over 83.000 tonn i 2000, men etter dette har landingene blitt redusert (Aschan 2006). I Barentshavet er Hopendypet og Svalbardsonen de viktigste fangstområdene for den norske rekeflåten, da overhalvparten av fangstene blir tatt her (Aschan 2006). Totalt sett står den norske rekeflåten for mellom 70-90 % av totalt landet kvantum fra Barentshavet, mens fartøy fra Russland, Island, Grønland og EU-land står for det resterende (Hvingel og Aschan 2006).

Bestandsmessig er rekebestanden (*Pandalus borealis*) i Barentshavet og Svalbardsonen på et historisk lavt nivå. Historisk sett har bestanden, som følge av en kombinasjon mellom fiskepress og naturlige svingninger, svingt mye siden rekefisket tok til på 1970-tallet. Siden 2000 har bestanden vært i nedgang, og ble i 2003 og 2004 målt til det laveste bestandsnivå siden 1987 (Aschan 2006). Den lave rekebestanden har også bidratt til økt fangst av umoden og mindre reker (3-4 åringer). Da reken blir kjønnsmoden som 5-åring, vil et økt fiskepress på den umodne bestanden sette fremtidig gytebestand i fare (Aschan 2006). Til tross for dette har bestanden hele tiden vært innenfor sikre biologiske grenser (Hvingel 2007). Prognoser gjort av Havforskningsinstituttet viser nå høy vekst i biomassen, og denne forventes å stige de neste årene. Bestanden vil derfor fint tåle uttak større enn dagens anbefalinger på 40.000 tonn årlig. For 2007 har derfor Havforskningsinstituttet anbefalt et uttak på 50.000 tonn i Barentshavet og Svalbardsonen (Hvingel 2007).



Figur 1: Modellberegnet bestandsutvikling for rekebestanden i Barentshavet, basert på data fra russiske og norske tokt, samt fiskeridata (Hvingel 2007).

Selv om bestanden har vært på et lavt nivå har fangstene vært på et relativt høyt nivå. Dette skyldes blant annet økt kapasitetsøkning (CPUE) i rekeflåten i samme periode (Hvingel og Aschan 2006).

2.2.2 Struktur i rekeflåten

Også innen flåteleddet har investeringene og effektiviseringen vært stor siden slutten av 1990-tallet. Mens flåten i begynnelsen av perioden i hovedsak bestod av eldre og umoderne fartøy, består dagens flåte av flere nybygg og har en betydelig større kapitalbinding i flåteleddet enn ved begynnelsen av perioden (Bjørklund og Bendiksen 2005). Mens 6 % av totalfangsten i 1996 ble tatt av store trålere (>2000 HP), ble 95 % av totalfangsten i 2006 tatt av denne gruppen (Hvingel og Aschan 2006). Lengdemessig fordeling av fartøy mellom Møre og Romsdal og Nord-Norge, viser at nordnorske reketrålere ofte er mindre enn de fra Møre og Romsdal. Mens nordnorske reketrålere sjeldent er over 60 meter, er over halvparten av reketrålerne som er hjemmehørende i Møre og Romsdal over 60 meter.

Denne investeringsprosessen har også ført til en betydelig økning i fangstkapasitet. Selv om antallet fartøyer er redusert i perioden, har fangstkapasiteten til den resterende flåten økt. Mye av grunnen til denne økningen i fangstkapasitet skyldes innføringen av dobbel- eller trippeltrål i flåten. Dobbelttrålen ble introdusert i det norske fisket i 1996, før dette ble kun

enkeltrål benyttet (Hvingel og Aschan 2006). Så mens de mest effektive fartøyene i 1990 fisket 1.200 tonn i året, fisket de meste effektive i 2001 2.100 tonn i året (Standal 2003, i Bjørklund og Bendiksen 2005). I 2002 ble 50 % av fangstene tatt ved bruk av dobbetrål. Trippeltrålen ble introdusert i 2000, og i 2006 regner man med at rundt 10 % av fangstene taes med disse (Hvingel og Aschan 2006). Så lenge råstoffet er dårlig betalt, vil økt effektivisering, gjennom økning av fangstkapasitet (CPUE), vil være nødvendig for å bedre marginene i rekefisket.

I 2005 besto rekeflåten av 81 fartøy, hvorav 53 var over 30 meter (Fiskeridirektoratet 2006). Av alle rekefangstene nord for 62°N taes over 90 % av båter over 30 meter, denne gruppen står også for all fangst ved Grønland og Canada (Bjørklund og Bendiksen 2005).

I reketrålflåten er det vanlig at trålerne er kombinasjonsfartøy med reke- og torsketrål. Dette gjelder spesielt i Nord-Norge. Totalt av de 81 reketrålkonsesjonene, brukes 39 som tilleggskonsesjoner i torsketrålflåten (Fiskeridirektoratet 2006). I følge Budsjettmyndndas lønnsomhetsundersøkelse for fiskeflåten har antallet rene reketrålere blitt redusert siden 2000. Mens det i 2000 var 22 rene reketrålere i Nord-Norge, er det etter år 2002 ingen igjen. Av totalt 33 rene reketrålere i 2000 var det bare 8 igjen i 2005, hvor av alle var hjemmehørende i Møre og Romsdal (Fiskeridirektoratet). Dårlig lønnsomhet i rekefisket må nok sees på som den viktigste årsaken til denne endringen.

2.2.3 Lønnsomhet rekeflåten

Den økte kapitalbindingen i rekeflåten de siste årene stiller også strengere krav til effektivitet og lønnsomhet. I likhet med industrien har også flåten hatt redusert lønnsomhet etter årtusenskiftet. Lave priser på reker, store kapitalkostnader kombinert med økning i bunkerspris har redusert driftsmarginene i flåten. Den svake lønnsomheten i rekefisket har ført til at enkelte fartøy ikke har deltatt i fisket, selv om de har konsesjon (Bjørklund og Bendiksen 2005). Fartøyer som driver kombinasjonsfisket etter reker og torsk vil kunne prioritere torskefisket fremfor et ulønnsomt rekefiske.

Tabell 5: Hovedtall for gjennomsnittlig lønnsomhet for rekeførere som er sammenlignbare³ med M/Tr. Rosvik

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekt	35 551 520	36 815 688	33 258 108	14 648 428	18 361 932	21 441 322	29 442 459
Drivstoff	3 642 004	7 603 133	7 281 869	2 291 435	3 283 288	3 742 098	6 559 137
Driftsresultat	8 273 951	5 867 894	-120 420	-487 777	393 146	787 460	1 886 619
Driftsmargin	23,3 %	15,9 %	-0,4 %	-3,3 %	2,1 %	3,7 %	6,4 %
Ordinært resultat før skatt	7 020 805	4 628 821	-1 007 715	-3 078 449	-2 238 668	-1 843 307	-22 977
Resultatmargin	19,7 %	12,6 %	-3,0 %	-21,0 %	-12,2 %	-8,6 %	-0,1 %
Eiendeler	53 508 042	68 725 876	112 385 414	34 070 653	43 290 725	41 238 905	56 451 856
Totalkapitalrentabilitet	19,3 %	11,0 %	3,6 %	0,0 %	1,2 %	2,1 %	3,7 %
Egenkapitalandel	33,4 %	16,1 %	21,9 %	-28,8 %	-2,9 %	-37,0 %	-21,5 %
Eggenkapitalrentabilitet	39,2 %	41,8 %	-4,1 %	31,4 %	176,5 %	12,1 %	0,2 %

(Kilde: Fiskeridirektoratet)

Tabell 5 viser at gjennomsnittlig driftsinntekt for rekeflåten i 2005, lå på tilnærmet samme nivå som i oppgangstiden frem mot årtusenskiftet, og var dobbelt så store som bunnåret 2002. Rekeflåtens gjennomsnittlige driftsresultat er imidlertid blitt kraftig redusert siden 1999, og ordinært resultat før skatt viser at flåten i gjennomsnitt har gått med underskudd siden 2001. En medvirkende årsak til dette kan være den høye økningen i drivstoffprisene. Siden 1999 er disse blitt doblet, samtidig som driftsinntektene ligger på tilnærmet samme nivå som 1999.

Prisutviklingen på reker vil også ha stor innvirkning på driftsmarginen i torsketrålflåten i Nord-Norge, da de aller fleste av disse er kombinasjonsfartøy mellom torsk- og rekeførere. Prisutviklingen på reker har variert kraftig de siste årene, noe som har fått stor innvirkning på flåtens driftsmargin. I kriseåret 2002 for rekeindustrien var rekeprisen nede i 7,63 kroner kiloet, noe som gjorde det vanskelig å oppnå god lønnsomhet i rekefisket. På midten av 90-tallet var rekefisket godt betalt, og prisen lå på 12 til 15 kronet kiloet. I 2005 lå prisene på mellom 8 og 8,50 kroner kiloet, men med økte drivstoffutgifter var lønnsomheten minimal (Fiskeribladet 2005). Gitt de drivstoffpriser som var i 2005 måtte rekeprisen, ifølge fiskebåtreder Johnny Caspersen, over 10 kroner for at fisket skulle lønne seg (Fiskeribladet 2005). Det ble i 2005 landet litt over 48 000 tonn reker i Norge. Dette er en nedgang på hele

³ 1999-2001: Fartøygruppe 020 = Rekefrysetrålere som har deltatt i rekefisket ved Grønland.

2002: Fartøygruppe 015 = Andre trålere og småtrålere. Konsumfisket etter sei, torsk og lignende uten torskekvote eller med begrenset torskekvote.

2003-2005: Fartøygruppe 008 = Torsketrålere. Fartøy med torsketråltillatelse. Faktor torsk/hyse < 1.

10 000 tonn fra året før, og den reduserte lønnsomheten i rekefisket må nok ta noe av skylden for dette fallet.

2.3 Selskapets historie og utvikling frem til i dag

I 1999 gikk Johnny og Kjell Caspersen sammen med Tonni Karlsen og Nils Olsen, og dannet selskapet Polar Prawn AS, som ble etablert 7. august samme år. Alle eierne har erfaring, enten som fiskere eller redere. De første årene fisket selskapet med båten ”Lyshaug”. Dette var en eldre linebåt bygget i 1967 som var ombygd til hekktråler. Gjennom dette fartøyet satt nå selskapet på fiskerettigheter (faktor 0,51) de ønsket å realisere gjennom et nybygg til fiskeflåten. Tråleren M/Tr. Rosvik ble bygget hos Aas Mek. Verksted AS i Møre og Romsdal i 2000. Båten kostet rundt 110 millioner å bygge, og ble levert rederiet i januar 2001. Da den ble levert, var båten Nord-Norges største torsk- og reke-tråler. Båten er stor og moderne, og er utstyrt med dobbel-trål. Dette bidrar til å øke fangsteffektiviteten til tråleren i forhold til de fartøyene med enkel-trål. Økning i redskap forutsetter også at motoren må følge med på utviklingen. Derfor er M/Tr. Rosvik utstyrt med en hovedmotor (Wartsila) som yter 5 000 hk.

M/Tr. Rosvik er en rundfrysetråler og har både reke-trål- og torsketrålkonsesjon, herunder fiskes både torsk, hyse, sei, uer samt biprodukter av disse. Dette gjør det mulig å holde fartøyet i drift gjennom hele året. I vinterhalvåret fiskes det hvitfisk, mens det i resten av året fiskes reker. Da Polar Prawn AS ble stiftet i 1999, var rekefisket et godt betalt fiske med optimistisk syn på fremtiden. Da M/Tr. Rosvik ble bygget var derfor utgangspunktet at reker skulle stå for 70 % av selskapets inntekter, mens hvitfisk skulle stå for det resterende. Den påfølgende nedgangstiden i rekefisket gjorde derimot at selskapets ledelse etter hvert ønsket å øke andelen hvitfisk. Dette for å øke fartøyets fleksibilitet, samt å stå bedre rustet ved eventuelle langvarig nedgangstider i rekefisket. Gjennom enhets- og strukturvoteordningen har selskapet økt sin kvotefaktor fra 0,51 til 1,57. Økonomisk sett har dette vært en meget vellykket strategi fra selskapets side, og uten disse tilleggs konsesjoner på hvitfisk som kan kompensere for den lave rekeprisen, ville det i følge eier Johnny Caspersen kunne bli vanskelig å holde hjulene i gang. I dag prioriterer Polar Prawn AS fiske etter hvitfisk fremfor reker, noe som har ført til at hvitfisk i dag står for rundt 80 % av selskapets inntekter. Det meste av fangsten selges gjennom Norges Råfisklag, men selskapet har kjøpergodkjenning

slik at rederiet kan kjøpe sin egen fangs og selge den direkte til kunden. Dette skjer spesielt for rekefangster ved Grønland.

Bilde 1: Bildet av M/Tr. Rosvik.



Hvitfisk konsesjonen er på totalt over 3 750 tonn. Nord for 62 ° N er kvoten fordelt på torsk (1002 tonn), sei (1367 tonn) og hyse (533 tonn). I tillegg har båten en sei konsesjon (850 tonn) sør for 62 ° N. Lastekapasiteten er på 440 tonn, og det tar mellom 3-6 uker å fylle på feltet, avhengig av hva det fiskes etter og årstiden. Fisket skjer i hovedsak i områdene rundt Grønland og Svalbard, men fartøyet har også rettigheter til å fiske utenfor Canada.

I 2005 hadde selskapet en omsetning på 56 millioner kroner, noe som gir en driftsmargin på 18.2 %. Dette er langt bedre enn gjennomsnittet for trålerflåten som i 2005 hadde en gjennomsnittlig driftsmargin på ca. 6,4 % (se tabell 5).

Tabell 6: Hovedtall for Polar Prawn AS lønnsomhet. Tallene for 2006 er kun foreløpige tall.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Driftsinntekt	8 513 782	10 657 964	38 605 521	39 830 202	38 202 578	47 049 454	56 108 779	55 943 279
Drivstoff	–	–	–	7 956 516	6 054 119	9 393 830	10 771 565	10 880 151
Driftsresultat	661 386	-3 659 906	-9 892 793	5 745 741	4 855 267	8 389 570	10 236 644	13 129 287
Driftsmargin	7,8 %	-34,3 %	-25,6 %	14,4 %	12,7 %	17,8 %	18,2 %	23,5 %
Ordinært resultat før skatt	-616 681	-5 199 018	-14 417 907	2 613 571	-2 240 051	4 975 578	7 198 262	9 810 416
Resultatmargin	-7,2 %	-48,8 %	-37,3 %	6,6 %	-5,9 %	10,6 %	12,8 %	17,5 %
Eiendeler	54 378 251	151 566 601	112 685 268	113 611 688	124 896 973	122 864 855	159 162 713	162 280 694
Totalkapitalrentabilitet	-1,1 %	-3,4 %	-12,8 %	2,3 %	-1,8 %	4,0 %	4,5 %	6,0 %
Egenkapitalandel	0,7 %	-0,3 %	-0,6 %	6,2 %	4,4 %	7,3 %	11,7 %	17,5 %
Eggenkapitalrentabilitet	-160,9 %	1212,2 %	2281,2 %	36,9 %	-41,0 %	55,2 %	38,6 %	34,5 %

Som tabell 6 viser, har selskapets driftsmargin vært økende siden 2002, og sammenlignet med gjennomsnittet for fartøygruppen har selskapet, med unntak av de tre første driftsårene, hatt bedre driftsmarginer. Selskapets har økt sine inntekter betraktelig siden første driftsår, og har de siste årene hatt en betydelig høyere omsetning enn gjennomsnittet for fartøygruppen. Dette har igjen resultert i at selskapet har generert positive resultater før skatt både for 2002 og for de siste tre driftsår. Gjennomsnittlig resultat for resten av gruppen viser at disse har gått med underskudd siden 2001. Som vist av tabell 6 ovenfor har selskapet økt driftsinntektene betraktelig etter år 2000. Dette har sammenheng med at selskapet i 2001 fikk levert et nybygg til fiskeflåten, som hadde betydelig større fangstkapasitet enn det ”Lyshaug” kunne vise til. Videre i analysen vil jeg derfor se bort i fra årene 1999 og 2000, og konsentrere meg om årene 2001 og frem til i dag. En nærmere analyse av Polar Prawn AS frem til i dag blir foretatt i 2.4 Regnskaps analyse.

M/Tr. Rosvik har dobbelt mannskap som rullerer med en tur på og påfølgende fritur (1:0-system). På hver tur reiser et mannskap på 15. Disse fordeler seg mellom skipper, styrmann, maskinsjef, maskinist, stuert, bas, fabrikk sjef, nettmann, fabrikkformann og 6 fiskere. For å kunne drive produksjon ombord hele døgnet fordeles mannskapet på to vakter, hvor hver vakt varer i 6 timer. Skippervakten går fra kl. 08:00-14:00 og fra kl 20:00-02:00, mens styrmannsvakten dekker det resterende. Ved store fangster av fisk eller reke jobber mannskapet utover vaktene sine for å kunne produsere mest mulig på kortes mulig tid. På denne måten skal kvaliteten på fangsten gjøres best mulig.

2.4 Regnskapsanalyse

Formålet med en regnskapsanalyse er å gi et helhetsbilde av selskapets historiske utvikling og økonomiske situasjon. Det er vanlig i dele analysen inn i tre deler; likviditetsanalyse, soliditetsanalyse og rentabilitetsanalyse.

2.4.1 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse er en analyse av selskapets evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Vanlige mål for et selskaps likviditet finnes ved hjelp av likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Disse forhåndstallene viser hvordan selskapet har finansier sine eiendeler.

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

Likviditetsgrad 1 viser hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert av kortsiktig gjeld. En mye brukt standard anbefaler at likviditetsgrad 1 bør være minst 2, noe som betyr at halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld (Hoff 2002). Likevel vil dagens effektive styring av omløpsmidlene tilsi at denne i realiteten kan være langt lavere. I 2003 var gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for aksjeselskaper i Norge 1,14 (Kristoffersen 2002).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Omløpsmidler} - \text{varelager})}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 2 viser hvor mye av de mest likvide omløpsmidlene som er finansiert med kortsiktig gjeld. Et mye brukt krav er at likviditetsgrad 2 bør være større enn 1. Dette er dermed et mye strengere krav enn likviditetsgrad 1, og kalles derfor også for ”syre test” (Hoff 2002).

Tabell 7: Likviditetsanalyse av Polar Prawn AS og sammenlignbare fartøyer

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Likviditetsgrad 1	1,82	2,15	2,40	2,04	1,87	2,37	3,11	1,71
Bransje gjennomsnitt	2,51	2,14	2,20	0,81	0,92	0,96	0,97	–
Likviditetsgrad 2	1,77	2,09	2,25	2,02	1,77	2,22	2,99	1,67
Bransje gjennomsnitt	1,17	1,34	1,32	0,30	0,47	0,42	0,46	–

(Kilde: Fiskeridirektoratet)

Som vi kan se ut av tabellen over har Polar Prawn AS meget god likviditet. For likviditetsgrad 1 ser vi at selskapet med unntak av første driftsår, oppnår høyere likviditetsgrad enn gjennomsnittet for sammenlignbare fartøyer. De fleste årene har selskapet også oppnådd kravet om en likviditetsgrad 1 større enn 2. For de årene der denne har vært lavere må likviditeten allikevel kunne betegnes som tilfredsstillende. Spesielt dersom den sees i sammenheng med gjennomsnittlig likviditet for resten av flåten. Også likviditetsgrad 2 har vært tilfredsstillende i perioden, da denne for alle driftsår har tilfredstilt kravet om å være større enn 1. Samlet sett er Polar Prawn AS likviditet meget bra sammenlignet med andre småtrålere. Mens bransjen generelt har slitt med dårlig likviditet siden 2002, har Polar Prawn

AS kunne vise til en meget tilfredsstillende likviditet. (For året 2006 mangler sammenligningsdata da disse ikke er ferdig utarbeidet av Fiskeridirektoratet).

2.4.2 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse skal belyse hvordan selskapet er finansiert og dets evne til å tåle økonomiske tap. Den vanligste måten å måle selskapets soliditet er å se på forholdet mellom egenkapital og gjeld. Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av selskapets eiendeler som er finansiert med egenkapital, og forteller hvor mye selskapet kan tape før kreditorenes kapital (gjelden) påføres tap. Jo høyere dette forholdstallet er, jo bedre er soliditeten til selskapet (Kristoffersen 2002).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} \cdot 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Det finnes i dag ikke noe krav til hvor stor egenkapitalprosenten i selskaper skal være, men aksjeloven sier at det ikke kan utbetales utbytte dersom egenkapitalandelen er mindre enn 10 %. Dermed kan dette brukes som mål for den nedre grense for egenkapitalandelen. For de fleste selskaper vil egenkapitalandelen ligge mellom 30-35 %, og i 2003 var gjennomsnittlig egenkapitalandel for norske aksjeselskaper 36,5 % (Kristoffersen 2002).

Et annet mål på soliditet kan finnes ved å beregne selskapets tapsbuffer. Tapsbufferen måler egenkapitalen i forhold til selskapets driftsinntekter, og gitt at driftsinntektene for neste år er lik årets, vil tapsbufferen vise hvor mange prosent selskapets driftsinntekter kan reduseres med før egenkapitalen i selskapet går tapt.

$$\text{Tapsbuffer} = \frac{\text{Egenkapital} \cdot 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

En tapsbuffer på 5 % vil bety at selskapet kan, med like stor omsetning som året før, har et underskudd på 5 % av fjorårets driftsinntekter før egenkapitalen er tapt. Ved negativ tapsbuffer er egenkapitalen negativ. Kravet til god soliditet er at tapsbufferen bør være større enn 10 %.

Tabell 8: Soliditetsanalyse av Polar Prawn AS og sammenlignbare fartøyer.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Egenkapitalandel	0,9 %	-0,3 %	-0,6 %	6,2 %	4,4 %	7,3 %	11,7 %	17,5 %
Bransje gjennomsnitt	33,4 %	16,1 %	21,9 %	-28,8 %	-2,9 %	-37,0 %	-21,5 %	–
Tapsbuffer	4,5 %	-4,0 %	-1,6 %	17,8 %	14,3 %	19,2 %	33,3 %	50,9 %
Bransje gjennomsnitt	50,3 %	30,1 %	74,0 %	-66,9 %	-6,9 %	-71,2 %	-41,3 %	–

(Kilde: Fiskeridirektoratet)

Fra tabellen over ser vi at selskapet de tre første driftsårene har hatt meget lav egenkapitalandel, og sammenlignet med bransjen generelt var dette også meget lavt. Dette bør allikevel ikke ilegges mye vekt, da Polar Prawn AS var i oppstartfasen og gikk med underskudd de første tre driftsåre, noe som igjen påvirket selskapets egenkapital. Fra 2002 har selskapet hatt positiv egenkapitalandel av betydning, og denne har vært økende siden 2003. I 2006 oppnådde selskapet høyest egenkapitalandel på 17,5 %. Sammenlignes dette med gjennomsnittet for bransjen må Polar Prawn AS kunne sies å være et solid selskap, selv om de ligger under det generelle kravet om egenkapitalandel på 30-35 %. Dette spesielt ettersom gjennomsnittlig egenkapitalandel for resten av bransjen har vært negativ siden 2002.

Polar Prawn AS tapsbuffer vitnet også om god soliditet i selskapet. Her har de tilfredsstilt kravet om tapsbuffer større enn 10 % helt siden 2002. For de siste to driftsårene (2005 og 2006) har Polar Prawn AS hatt tapsbuffer på 33,3 % og 50,9 %, noe som må sies å være meget bra, og viser at selskapet har mye å gå på før egenkapitalen er tapt. (For året 2006 mangler sammenligningsdata da disse ikke er ferdig utarbeidet av Fiskeridirektoratet).

2.4.3 Rentabilitetsanalyse

En rentabilitetsanalyse skal kartlegge selskapets evne til å gi avkastning på den kapitalen som er investert i selskapet (Hoff 2002). Beregning av rentabilitetsmål for et selskapet gjør det lettere for investorene å sammenligne avkastningen investert kapital i selskapet, med eventuelle alternative plasseringer av kapital. Blant de viktigste rentabilitetsmålene er egenkapitalrentabiliteten og totalkapitalrentabiliteten.

For selskapets eiere vil egenkapitalrentabiliteten være av størst interesse, da denne viser avkastning på den kapitalen eierne har investert i selskapet. Siden eiere og investorer er

opptatt av hvor mye av resultatet som tilfaller egenkapitalen er det vanlig å beregne egenkapitalrentabiliteten etter skatt (Kristoffersen 2002). Egenkapitalrentabiliteten etter skatt kan beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Kravet til egenkapitalrentabiliteten er vanskelig å fastsette på generelt grunnlag, ettersom eiere og investorer vil ha betalt for den ekstra risikoen de påtar seg ved å investere i selskapet. Egenkapitalrentabiliteten bør derfor ikke være lavere enn den alternative risikofrie plasseringen eiere og investorer kan gjøre ved å sette pengene i banken.

Totalkapitalrentabiliteten i selskapet viser avkastningen på den samlede kapitalen som er bundet opp i selskapet, uavhengig av finansieringsstrukturen til selskapet. Siden totalkapitalrentabiliteten er uavhengig av finansieringen beregnes den av resultatet før skatt (Kristoffersen 2002). Totalkapitalrentabiliteten beregnes slik:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Kravet til totalkapitalrentabiliteten er at den minst bør være like høy som den renten selskapet betaler på sine lån (Hoff 2002). Er totalkapitalrentabiliteten lavere enn dette, tjener ikke selskapet nok til å kunne forrente den samlede kapitalen som er bundet opp i selskapet.

Både egenkapitalrentabiliteten og totalkapitalrentabilitetens avkastningskrav må sees i sammenheng med den forretningsrisikoen som til en hver tid påvirker selskapet og dets bransje. Desto høyere denne risikoen er, jo større krav bør settes til selskapets egenkapital- og totalkapitalavkastning (Hoff 2002).

Tabell 9: Rentabilitetsanalyse av Polar Prawn AS og sammenlignbare fartøyer

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Egenkapitalrentabilitet	-321,8 %	20295,8 %	2713,0 %	57,3 %	-25,9 %	49,0 %	17,4 %	30,0 %
Bransje gjennomsnitt	51,6 %	23,0 %	-4,1 %	-29,9 %	29,1 %	16,1 %	0,1 %	–
Totalkapitalrentabilitet	3,2 %	-2,2 %	-4,9 %	7,0 %	4,1 %	6,8 %	7,4 %	8,2 %
Bransje gjennomsnitt	25,5 %	12,3 %	4,5 %	0,0 %	1,3 %	2,1 %	4,3 %	–

(Kilde: Fiskeridirektoratet)

Som vi ser av tabell 9 har avkastningen på selskapets egenkapital variert svært mye gjennom årene, men har for de siste driftsårene vært positiv og høyere enn gjennomsnittet for resten av bransjen. Fra 2002 og frem til 2006, har Polar Prawn AS hatt en gjennomsnittlig avkastning på egenkapitalen på 25,6 %, noe som må kunne sies å være tilfredsstillende. For totalkapitalen ser vi imidlertid at selskapet de tre første driftsårene hadde mye dårligere avkastning på totalkapitalen i selskapet, enn det den resterende bransjen klarte å oppnå i gjennomsnitt. Fra år 2002 og frem til i dag (2006) er imidlertid denne situasjonen snudd. Da Polar Prawn AS nå har oppnådd høyere avkastning på totalkapitalen i selskapet, enn det som er gjennomsnittet for flåtegruppen. Gjennomsnittlig avkastning for selskapets totalkapital i perioden 2002 til 2006 er 6,7 %. Med den lave gjeldsrenten selskapet har hatt de siste årene (0,6 % over styringsrenten) må dette kunne sies å være tilfredsstillende.

2.4.4 Prestasjonsmål

Et annet mye brukt prestasjonsmål på investert kapital i en bedrift er ROIC⁴ (return on invested capital), og kan beregnes slik⁵:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Gjennomsnittlig investert kapital}}$$

$$NOPLAT = \text{Driftsresultat} - \text{skatt}$$

⁴ Forelesningsnotater Bed-3007 (2006)

⁵ NOPLAT: net operating profit less adjusted taxes

Fordelen med å benytte driftsresultatet fremfor årsresultatet er at fokus da settes direkte mot driften av selskapet, og kan derfor måle hvordan selskapet drives uanhengig av finanspostene. En annen fordel med å beregne ROIC er at dette forhåndstallet kan sammenlignes direkte med WACC, for å sjekke om avkastningen på investert kapital har vært tilfredsstillende eller ikke. For at avkastningen på investert kapital skal være positiv kreves det at ROIC er større enn WACC.

Et annet mye brukt prestasjonsmål på avkastningen en bedrift skaper er EVA (economic value added). EVA måler den superprofitten som selskapet genererer utover den avkastningen som kom kreves av eiere og kreditorer. EVA kan beregnes slik:

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot \text{investert kapital}$$

EVA estimatet viser selskapets resultat etter at det er blitt belastet med all kapital som krever avkastning. Dersom EVA er større enn null har selskapet generert superprofitt.

Tabell 10: Utvikling av ROIC og EVA i perioden 1999 til 2006 for Polar Prawn AS.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ROIC	3,7 %	-3,6 %	-8,2 %	4,9 %	5,3 %	6,7 %	4,7 %	7,7 %
EVA	-657 477	-9 524 416	-18 818 705	-2 570 462	-2 157 198	-752 106	-3 272 775	369 238

Som vi ser har ROIC for selskapet variert svært mye i begynnelsen av perioden. For de siste årene har det vært en positiv økning i selskapets ROIC, men sammenlignet med WACC er dette fortsatt for lavt. Siden selskapets ROIC i perioden 1999 til 2005 har vært lavere enn WACC, har selskapet heller ikke klart å generere superprofitt i denne perioden. Utviklingen er imidlertid positiv og for siste driftsår har selskapet klart å generere superprofitt. Dersom denne utviklingen fortsetter, vil selskapet også i fremtiden kunne generere ROIC som er høyere enn WACC.

2.4.5 Fremtidig rentabilitetsutvikling

I følge Gjesdal og Johnsen (1999) kan det forventes å være en positiv korrelasjon mellom historisk rentabilitet og fremtidig rentabilitet, i alle fall på kort og mellomlang sikt (1-5 år). Årsaken til selskapenes gode eller dårlige lønnsomhet er ofte å finne i selskapets

konkurransesituasjon. Å endre et selskaps konkurransesituasjon vil ofte ta tid siden aktørene bare gradvis kan eliminere eksisterende konkurranseforhold (Gjesdal og Johnsen 1999). På denne måten kan derfor rentabilitets beregning være et nyttig verktøy for å kunne prognostisere et selskaps fremtidige vekst.

2.5 Fremtidsutsikter

Gjennom hele 1990-tallet har fiskerinæringen vært preget av stadige endringer i både politiske og økonomiske rammebetingelser, noe som blant annet har ført til store strukturelle endringer i rekeindustrien. De senere år har lav rekepris bidratt til kraftige reduksjoner i marginene for både flåten og industrien.

Som tidligere nevnt møter den norske rekeindustrien hard konkurranse fra andre produsenter, og da spesielt fra sine to største konkurrenter, Island og Grønland. Gjennom EØS-avtalen og fiskeriavtaler har disse skaffet seg en konkurransefordel ved at de ikke ilegges toll ved eksport til EU-markedet. Denne konkurransesituasjonen vil trolig vedvare også i fremtiden, så fremt Norge ikke får endret betingelsene i sin EØS-avtalen eller inngår EU-medlemskap. Dette er uansett en prosess som utvilsomt vil ta tid og endre, så jeg vil derfor anta at eventuelle endringer i markedsadgangen ikke vil komme "dagens" rekeindustri til gode. I tillegg er både arbeidskraft- og råstoffkostnader i Norge betydelig større enn for konkurrentene. Til sammenligning hadde norsk rekeindustri råstoffkostnader som i 2003 var 35 % høyere enn industrien på Grønland, og 15 % høyere enn Islandske rekeindustri i 2004 (Bjørklund og Bendiksen 2005). Det er derfor lite trolig at marginene i norsk rekeindustri vil komme opp på samme nivå som hos konkurrentene også i fremtiden.

Med reduserte marginer i rekeindustrien reduseres også betalingsvilligheten for rekeråstoffet, og dette vil igjen ha innvirkning på marginene i rekeflåten. Samme som for rekeindustrien er det vanskelig å se for seg at denne situasjonen skal kunne bedres på kort sikt, da markedsforholdene for norske reker er så dårlige. Å eksportere den norske reken til nye markeder med samme tollbarrierer som konkurrentene synes som den mest sannsynlige løsningen for å bedre markedssituasjonen, men produkt differensiering vil også bli viktig. I dag eksporteres det i hovedsak fryste kokte pillede reker fra Norge, et produkt som møter sterk konkurranse på de viktigste markedene for norsk rekeindustri (Sverige, Storbritannia og Finland). Siden produktene er så like vil konsumentene ofte velge substitutter ved endring i

pris, noe som vil forsterke konkurransen mellom aktørene. Av de norske rekeprodusenter har bedriften Stella Polaris utvidet sitt produktspekter, ved blant annet å produsere marinerte reker. Ved differensiering av produkter og markeder/segmenter vil en kunne finne markeder hvor den potensielle eksportveksten er større enn dagens markeder.

Så lenge marginene i rekeindustrien er så lave er det vanskelig å se for seg at rekefisket skal kunne bli like godt betalt som den var mot slutten av 1990-tallet. For den delen av rekeflåten som er kombinasjonsbåter mellom torsk og reker, vil disse kunne prioritere fiske etter arter som er bedre betalt enn reker. Polar Prawn AS har konsesjoner for fiske etter hvitfisk, og vil også i fremtiden prioritere dette fisket fremfor reker, så lenge marginene i rekefisket ikke blir bedre. Selskapet har i dag en hvitfisk konsesjon på totalt 3 750 tonn (kvotefaktor 1,57⁶). Gjennom strukturvoteordningen vil selskapet ha mulighet til å øke sine konsesjoner, men selskapet har ikke planer om å øke sine fiskerettigheter. Dette fordi de med dagens kapasitetsutnyttelse ikke ser det som fornuftig å øke hvitfisk andelen. For eksempel vil fartøyer med veldig høy hvitfiskkvote kun prioritere torskefisket, da dette gir best dekningsbidrag, men fartøyet vil ha en dårlig utnyttelse av sine resterende fiskerettigheter. Den andelen av de resterende kvotene som ikke fiskes vil da refordes til de andre fartøyene i samme gruppe. Med dagens totalkvote på 3 750 tonn klarer Polar Prawn AS å generere gode resultater og utnytter alle sine fiskerettigheter godt. Selskapets fangstfleksibilitet gjør også at de kan delta i fisket etter arter hvor ubenyttede kvoter fra andre fartøyer refordes. Dette gjør at selskapet i realiteten kan fiske mer enn det fartøyet beregnede totalkvote skulle tilsi.

Politisk er det derimot uenighet om denne strukturvoteordningen⁷ som enkelte av fartøyene benytter. Etter regjeringsskiftet våren 2005 ble det derfor satt en midlertidig stopper for strukturvoteordningen, mens et utvalg ble satt sammen for å vurdere effektene av strukturvirkemidlene. Utvalget leverte sin innstilling til regjeringen i august 2006, og fremtiden for fiskerinæringen ligger å hviler mye på det regjeringen bestemmer seg for, med bakgrunn i utvalgets innstilling. Denne innstillingen er nå lagt frem for Stortinget (St.meld.nr.21) og i regjeringens forslag til strukturordninger i heter det at "*Regjeringen*

⁶ Kvotefaktor: Faktor som benyttes for å beregne et fartøys kvote, gjerne i torskefiskeri. M/Tr. Rosvik har en kvotefaktor for torsk på 1,57. Se forøvrig vedlegg 1 Strukturordninger for fiskeflåten for mer informasjon. Kilde: Fiskeridirektoratet.

⁷ Se vedlegg 2: Gjeldende strukturmelding for fiskeflåten.

foreslår å innføre en forhåndsatt tidsbegrensning på 25 år for strukturkvoter som ble tildelt i forhold til 2003-/2005-reglene. For å stille alle disse likt, bør det tildeles strukturkvote i inntil 25 år fra og med kvoteåret 2008, uavhengig av om den enkelte fikk tildelt strukturkvote første gang i 2004, 2005 og 2006.” (St.meld.nr. 21, side 114). For Polar Prawn AS sin del betyr dette at selskapet i år 2033 ”mister” deler av totalkvoter de har benyttet på M/Tr. Rosvik. Selskapet har i dag kvotefaktor på 1,57, men vil ikke miste hele denne i 2033. Under tidligere fiskeriminister Otto Gregussen ble en sammenslåingsordningen lagt frem, og innebar at alle småtrålere (M/Tr. Rosvik tilhører denne gruppen) skulle kunne bygge seg opp til faktor 1, uten å måtte avgi noe av kvoten. Formålet var å øke lønnsomheten i gruppen. Polar Prawn AS benyttet seg av denne muligheten og økte sin kvotefaktor til 0,87. Derfor vil selskapet i 2033 ikke under noen omstendigheter få lavere kvotefaktor enn 0,87. Likevel kan man med bakgrunn i Gregussens sammenslåingsordning forvente at fartøyene i 2033 vil miste den andelen som overstiger kvotefaktor lik 1. For Polar Prawn AS betyr dette at de bare vil miste 0,57 av sin kvotefaktor i 2033, mens de selskapene som pr. i dag har bygget seg opp til maksimal kvotefaktor (lik 3) vil måtte gi fra seg 2 kvotefaktorer til deling på fartøygruppen i år 2033 (se for øvrig vedlegg 3). En fordel ved at fiskerettighetene tidsavgrenses er imidlertid at selskapet nå har anledning til å avskrive fiskerettighetene som en bedriftsøkonomisk kostnad. Dette hadde de ikke anledning til å gjøre med strukturkvotene, da disse var tidsuavgrensete.

Mangelen på stabilitet i rammebetingelsene for fiskerinæringen har vært gjennomgående stor de siste årene, og en videre mangel på stabile rammebetingelser for næringen vil kunne komme til å prege aktørenes atferd i fremtiden. I samtale med Polar Prawn AS daglige leder, Johnny Caspersen, ble manglende stabilitet i fiskerinæringens rammebetingelser ansett for å være et av selskapets største fremtidige utfordringer. Ved årsskiftet ble det innført NOx-avgift i den norske fiskeflåten. Denne avgiften vil ramme selskapene ulikt, avhengig av blant annet motor størrelse, type og års modell. Denne avgiften vil påføre Polar Prawn AS en ekstrakostnad på mellom 3-3,5 mill. kroner årlig. Slike stadige endringer i rammebetingelsene vil på sikt kunne endre selskapets måte å fiske på. For å kunne oppnå tilstrekkelig lønnsomhet vil en for eksempel prioritere å fiske i de perioder med god tilgjengelighet, slik at fangst per time (CPUE⁸) blir så høy som mulig. Dette vil igjen kunne føre til en omlegging av dagens helårsdrift til et mer sesongbetont driftsmønster.

⁸ CPUE = Catch per unit effort

Totalt sett vil jeg anta at dagens lønnsomhetssituasjon i rekeindustrien ikke vil kunne endres på kortsikt, noe som gir dårlige utsikter for forbedrede driftsmarginer også i fremtiden. Dårlig lønnsomhet i rekeindustrien vil nok også fortsette å påvirke lønnsomheten i rekeflåten, og da spesielt den delen av flåten som ikke driver kombinasjonsdrift mellom torskestrål og rekestrål. Utsikkerhet og store variasjoner i lønnsomhet mellom selskaper vil nok derfor prege både flåten og industrien i fremtiden.

3.0 Teori- og metodegrunnlag

Der finnes mange grunner til hvorfor det vil være behov for verdsettelse av bedrifter og selskaper. Det kan for eksempel være ved oppkjøp eller salg av selskap, fisjon eller fusjon, og emisjon. Selv om ikke noe av dette skulle være aktuelt for selskapet vil en verdivurdering også være nyttig for dets ledelse og eier. Mange selskaper har som mål å maksimere verdien for eierne. Dermed kan en jevnlig verdivurdering av selskapet gi svar på hvordan verdien utvikler seg, og om selskapet drives etter beste evne.

En rekke metoder kan benyttes ved verdsettelse av selskaper, fra de helt enkle til de mer kompliserte. I det videre vil jeg dele disse modellene inn i fem grupper; balansebaserte metoder, inntjeningsbaserte modeller, kontantstrømbaserte modeller, relativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering.

3.1 Balansebaserte metoder

De balansebaserte modellene beregner verdien av egenkapitalen som differansen mellom verdien av eiendelene og gjelden (Boye og Meyer 2000). I følgende vil jeg komme til å gi en kort presentasjon av de tre mest benyttede modellene innenfor dette området.

3.1.1 Substansverdi

Et selskaps substansverdi blir definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjelden (Boye og Meyer 2000). Siden markedsverdien av omløpsmidler og gjeld kan anslås med relativt stor sikkerhet, er verdsettelsen av anleggsmidlene mer usikker. For å kunne finne riktig markedsverdi på anleggsmidlene forutsettes derfor et velfungerende andrehåndsmarked. Selv om markedsverdien til selskapets eiendeler og gjeld legges til grunn ved en substansverdiberegning, vil virkelig verdi avvike fra denne. Dette skyldes goodwill eller badwill, og betyr at selskapet får mer eller mindre ut av eiendelen enn andre selskaper. For selger vil substansverdien ofte representere den laveste verdien som kan aksepteres (Boye og Meyer 2000).

3.1.2 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi er et spesialtilfelle av substansverdien. Mens man i substansverdiberegningen forutsetter ”going concern”, forutsetter likvidasjonsvurderingen avvikling av selskapet og forsert salg av eiendelene. Et forsert salg av eiendeler medfører ofte et betydelig prisavslag og vil derfor gi en likvidasjonsverdi som er langt lavere enn substansverdien (Boye og Meyer 2000).

3.1.3 Matematisk verdi

Et selskaps matematisk verdi er den samme som egenkapitalens bokførte verdi. Dette er altså den regnskapsmessige verdien av et selskap basert på regnskapslovens vurderingsregler. Da det normalt sett ofte er stor forskjell mellom bokførte og reelle verdier, ilegges derfor ikke slike modeller særlig vekt ved verdsettelse (Boye og Meyer 2000).

3.2 Inntjeningsbaserte metoder

De inntjeningsbaserte modellene beregner selskapets verdi på grunnlag av forventet fremtidig inntjening (Boye og Meyer 2000). Jeg har delt disse inn i to hovedgrupper; dividendemodeller og resultatmodeller. I det følgende vil jeg gi en kort presentasjon av disse.

3.2.1 Dividendemodeller

Dividendemodeller verdsetter selskaper på bakgrunn av forventet fremtidig dividende eller utbytte. Denne modellen brukes ofte i USA, men er ikke vanlig å bruke i Norge (Boye og Meyer 2000). Dette har sammenheng med at amerikanske selskaper tradisjonelt sett har utbetalt større andeler av overskuddet til aksjonærene, sammenlignet med norske selskaper. I den senere tid er det imidlertid blitt lagt større vekt på utbetaling av utbytte også for norske selskaper, noe som kan føre til at dividendemodellen blir tatt mer i bruk ved verdsettelse også i Norge (Boye og Meyer 2000). Matematisk kan verdien av en aksje beregnes ut fra følgende formel:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1}{(1+k)^t}$$

P_0 = verdien av en aksje på verdsettelsestidspunktet

D_t = forventet dividende pr. aksje i år t

k = avkastningskravet til egenkapitalen

t = år

Da det vil være vanskelig å prognostisere all fremtidig utbytte for en bestemt aksje, er det vanlig å gjøre forenklinger når denne modellen benyttes. Ved å forutsette en konstant vekstrate for dividenden i all fremtid, vil modellen kunne skrives på følgende formel:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

g = forventet kursgevinst

Denne formelen betegnes Gordons formel (Boye og Meyer 2000). Da P_0 og D_1 kan anslås med relativt stor sikkerhet er det ofte problematisk å finne et anslag for g (Boye og Meyer 2000). Det bør for øvrig nevnes at forutsetningen om konstant vekstrate for dividenden i all fremtid ofte vil være en tvilsom forutsetning (Boye og Meyer 2000).

3.2.2 Resultatmodeller

Resultatmodellene tar utgangspunkt i selskapets resultatregnskap og forutsettes at resultatet som kapitaliseres er representativt for fremtidige netto kontantstrømmer som genereres av selskapet. Normalresultatmetoden og ulike multiplikatormodeller er blant de mest brukte resultatmodellene.

Normalresultatmetoden

Normalresultatmetoden bygger på historiske regnskapstall, som korrigeres for ekstraordinære poster, for å kunne prognostisere et fremtidig normalresultat. Formålet er å ”normalisere” resultatene slik at de danner et riktig bilde av selskapets finansielle situasjon. Ved hjelp av Gordons formel kan prognostisert normalresultat deles på summen av eiernes avkastningskrav minus forventet fremtidig vekst. Matematisk kan selskapets verdi beregnes slik:

$$\text{Selskapets verdi} = \frac{\text{Normalresultat}}{(k - g)}$$

k = Avkastningskrav til egenkapitalen

g = Forventet fremtidig vekst

Den største forskjellen mellom normalresultatmetoden og de kontantstrømsbaserte modellene er at man i de kontantstrømbaserte modellene også tar hensyn til endringer i arbeidskapitalen som skyldes endring i omsetningen. Dette gjøres ikke i normalresultatmetoden.

3.3 Relativ verdivurdering

Relativ verdivurdering baserer seg på hvordan sammenlignbare selskaper prises og omsettes i markedet. Ved relativ verdivurdering finnes et estimat på selskapets verdi ved å sammenligne selskapet opp mot verdien av tilsvarende selskaper, sett i forhold til inntjening, salg, kontantstrøm eller bokført verdi (Damodaran 2002).

Selskapets verdi finnes ved å multiplisere en resultatstørrelse med en bestemt multiplikator (Damodaran 2002). Disse multiplikatorene er analytiske nøkketall som beregnes for børsnoterte eller omsatte unoterte selskaper, og kan for eksempel vise forholdet mellom aksjekurs og selskapets inntjening (P/E), eller aksjekurs og selskapets bokførte egenkapital (P/B). Multiplikator-modellenes enkelhet har gjort disse meget populære, og er blant de mest brukt verdsettelsesmodellene (Boye og Meyer 2000).

P/E-metoden og P/B-metoden er de to mest benyttede multiplikator metodene (Boye og Meyer 2000), og kan matematisk defineres slik:

$$\text{Verdi} = \text{Årsresultat} \cdot \text{P/E-tall}$$

$$\text{Verdi} = \text{Bokført verdi egenkapital} \cdot \text{P/B-tall}$$

Selskapets verdi finnes ved at resultat før ekstraordinære poster fratrukket skatt multipliseres med P/E-tall eller P/B-tall for sammenlignbare selskaper. Fordelen med denne metoden er at den er enkel å bruke og kan fort gi et estimat på verdien av selskapet som verdsettes. Relativ

verdivurdering er derfor nyttig når mange sammenlignbare selskaper omsettes i et velfungerende finansmarked (Damodaran 2002). Et problem ved disse metodene er å finne selskaper som er sammenlignbare med det selskapet som skal verdsettes, da disse bør ha samme finansieringsstruktur, størrelse og fremtidige vekst (Boye og Meyer 2000). Denne metoden er derfor lite egnet til verdsetting av selskaper som ikke kan sammenlignes med andre (Damodaran 2002).

3.4 Kontantstrømbaserte modeller

Et selskaps verdi bestemmes på bakgrunn av netto nåverdi for de fremtidige kontantstrømmene selskapet er forventet å generere (Damodaran 2002). Det er også disse kontantstrømmene som skal gi avkastning for eiere og investorer. De kontantstrømbaserte modellene benytter historiske regnskapstall for prognostisering av disse fremtidige kontantoverskuddene. Deretter neddiskonteres disse for å kunne beregne et selskaps verdi. I litteraturen anbefales derfor ofte disse metodene (Boye og Meyer 2000).

De kontantstrømbaserte modellene deles inn i egenkapitalmodellen og totalkapitalmodellen, Adjusted Present Value (APV) og Economic Value Added (EVA).

3.4.1 Economic Value Added (EVA)

EVA er et mål på den ekstraprofiten som genereres fra en investering ut over det fastsatte avkastningskravet for totalkapitalen i selskapet. Med andre ord viser EVA hva selskapet sitter igjen med når eiere og långivere har fått sitt. Matematisk kan dette defineres slik:

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot \text{investert kapital}$$

For å finne et selskaps totalverdi ved hjelp av EVA-modellen finner vi først investert kapital i nåværende investeringsobjekter, og beregner nåverdi av superprofiten fra disse objektene. Deretter beregner vi nåverdien av superprofit fra fremtidige investeringer. Matematisk kan dette defineres slik:

$$\text{Verdi su perprofit} = \text{Investert kapital}_{\text{nåværende investeringer}} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t,\text{nåværende investeringer}}}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t,\text{fremtidige investeringer}}}{(1+WACC)^t}$$

3.4.2 Adjusted Present Value (APV)

Ved verdivurdering ved hjelp av APV-modellen verdivurderes selskapets gjeld og egenkapital separat. For verdivurderingen av selskapets egenkapital gjøres en forutsetning om at selskapet er 100 % egenkapitalfinansiert. På denne måten påvirkes ikke selskapets kontantstrøm av skattemessige finansieringsfordeler. For selskapets gjeld er det spesielt to elementer som er av betydning, selskapets skattemessige fordeler av gjeldsfinansiering og den økte risikoen for konkurs ved økende gjeldsfinansiering. Matematisk kan dette defineres slik:

Verdi = Verdi av egenkapitalfinansiert selskap + verdi av skattefordeler ved gjeldsfinansiering – økt konkursrisiko

Dette kan også uttrykkes slik:

$$APV = KS_0 \cdot \frac{(1+g)}{(k_{APV} - g)} + s \cdot G - \pi \cdot BC$$

k_{APV} = avkastningskrav for 100 % egenkapitalfinansiering

g = vekst

s = selskapets skatterate

G = gjeld

π = sannsynlighet for konkurs

BC = nåverdi av konkurskostnader

For beregningen av selskapets skattefordel antar vi at selskapets skatterate holdes konstant over tid. I APV-modellen retter det seg størst usikkerhet til estimeringen av selskapets sannsynlighet for konkurs og eventuelle konkurskostnader, da ingen av disse kan beregnes direkte (Damodaran 2002).

Fordelen med APV-modellen sett i forhold til de andre kontantstrømbaserte modellene, er at denne modellen kan generaliseres. Dette betyr at forskjellige kontantstrømmer i et selskap kan bli diskontert med ulik diskonteringsrate i forhold til ulik risiko (Damodaran 2002).

3.4.3 Egenkapital- og total kapitalmetoden

Egenkapitalmodellen beregner den delen av kontantoverskuddet som tilfaller egenkapitalen, og den kontantstrømmen som blir tilgjengelig for selskapets eiere. Total kapitalmodellen derimot beregner kontantoverskuddet til selskapets total kapital, og den kontantstrømmen som er tilgjengelig for alle selskapets kapitalinnskyttere, både eiere og kreditorer. Ved bruk av total kapitalmetoden finnes verdien av egenkapitalen ved å trekke selskapets rentebærende gjeld fra total kapitalverdien.

Egenkapitalmetoden:

Årsresultat
+ Avskrivninger
- Investeringer
- Endring i arbeidskapital
- Avdrag på gjeld
+ Opptak av ny gjeld
= Kontantstrøm til egenkapital

Total kapitalmetoden:

Driftsresultat
- Skatt
+ Avskrivninger
- Investeringer
- Økning i omløpsmidler
+ Økning i rentefri gjeld
= Kontantstrøm til total kapital

Matematisk kan da verdien av egenkapitalen eller total kapitalen finnes slik:

$$Verdi = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} KS(t)}{(1+k)^t}$$

k = Avkastningskrav til egenkapital eller total kapital

Da det er vanskelig å prognostisere kontantstrømmer for all fremtid, er det vanlig å dele verdsettelsen opp i flere perioder. Den første er en eksplisitt periode hvor kontantstrømmene blir diskontert slik formelen ovenfor viser. Lengden på denne perioden vil kunne variere, men vanligvis er denne på mellom fem til ti år. Etter denne budsjettperioden vil en kunne anta en eller flere perioder med konstant vekst i kontantstrømmene, en såkalt Steady state. Man kan da bruke Gordons formel for å beregne selskapets horisont eller terminalverdi. Matematisk kan horisontverdien defineres slik:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{KS(t) \cdot (1+g)}{\frac{k-g}{(1+k)^t}}$$

Dette betyr at selskapets totalverdi matematisk kan defineres slik:

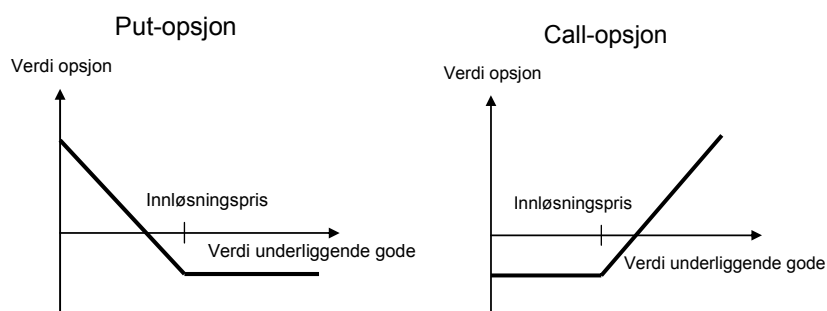
$$\text{Totalverdi} = \frac{\sum_{t=1}^T KS(t)}{(1+k)^t} + \frac{KS(T) \cdot (1+g)}{\frac{k-g}{(1+k)^T}}$$

T = Antall år i eksplisitt periode

3.5 Opsjonsbasert verdivurdering

I noen tilfeller vil størrelsen på et selskaps fremtidige kontantstrøm avhenge av om en hendelse inntreffer eller ikke. Et eksempel på dette kan være om det skal være oljeutvinning i et nyoppdaget oljefelt. For oljeselskapene vil dette kunne bety økning i fremtidig kontantstrøm kun dersom oljeprisen økes og utvinning blir lønnsomt, ved en reduksjon i oljeprisen er det ikke lønnsomt for selskapet å utvinne oljen. Opsjonsbasert verdivurdering kan brukes i de tilfeller der objektet som skal verdivurderes har opsjonskaretsikkeristikker, enten det er finansielle eller reelle objekter.

I følge Damodaran (2002) kan et gode defineres som en opsjon dersom verdien eller avkastningen til dette godet avhenger av utviklingen til et annet underliggende gode. For eksempel vil avkastningen til en aksje opsjon i Statoil avhenge av markedsutviklingen til oljeprisen.



Figur 2: Figuren viser utviklingen i avkastning for en put- og call opsjon.

3.5.1 Black & Scholes opsjonsmodell

I 1972 fastslo Fisher Black og Myron Scholes at prisen på en opsjon var anhengig av flere variable, og denne modellen kan matematisk uttrykkes slik:

$$Call = S_0 N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2)$$

$$Put = Xe^{-rT} N(-d_2) - S_0 N(-d_1)$$

der

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

S_0 = verdi underliggende gode

X = innløsningspris opsjon

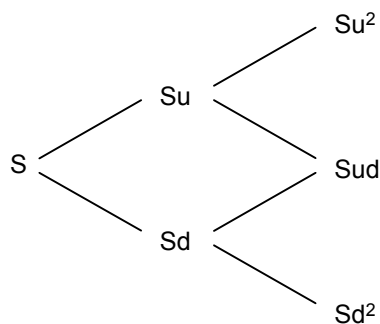
T = tid til innløsning

r = risikofri rente

σ^2 = varians for underliggende gode

3.5.2 Binomisk opsjonsprising

Binomisk opsjonsprising er et alternativ til Black & Scholes-modellen, og er litt mindre komplisert. Binomisk opsjonsprising bygger på forutsetningen om at et gode til en hver tid bare kan gå til en av to mulige priser, opp eller ned. Dette er vist i figur 3.2 under. S er verdien til det underliggende godet, og den kan enten gå opp til pris S_u med sannsynlighet p , eller ned til S_d med sannsynlighet $1-p$.



Figur 3: Binomisk opsjonsprisings prinsipp

Ved binomisk verdivurdering kan opsjonens verdi beregnes ved at opsjonen replikeres gjennom en kombinasjon av risikofrie lån og det underliggende godet. Det antallet som trengs av det underliggende godet for å replikere opsjonen kalles opsjonsdeltaen (Δ).

Vi får da at:

$$\begin{aligned}\Delta S_u - \Delta S_0(1+r) &= f_u - f(1+r) \\ \Delta S_d - \Delta S_0(1+r) &= f_d - f(1+r)\end{aligned}$$

der

$$\Delta = \frac{f_u - f_d}{S_0(u - d)}$$

$$u = \frac{S_u}{S_0} = \text{verdi gode opp}$$

$$d = \frac{S_d}{S_0} = \text{verdi gode ned}$$

$$f_u = \text{opsjon opp}$$

$$f_d = \text{opsjon ned}$$

$$f = \text{verdi opsjon}$$

Ved hjelp av den risikonøytrale sannsynligheten kan vi da beregne opsjonsverdien slik:

$$f = \frac{qf_u + (1-q)f_d}{1+r} \quad \text{der} \quad q = \frac{(1+r) - d}{u - d}$$

$$q = \text{risikonøytral sannsynlighet}$$

Fordelen av å verdsette ved hjelp av opsjonsbaserte modeller er at disse modellene i større grad, enn for eksempel kontantstrømbaserte modeller, tar hensyn til at selskapets fremtidige inntjening kan eller vil være avhengig av om en hendelse inntreffer eller ikke.

Begrensningene i disse modellene ligger i hovedsak på vanskeligheten av å beregne opsjonsverdien på lange opsjoner, og i de tilfeller der det underliggende godet ikke omsettes i et velfungerende marked.

3.6 Valg av metode

Polar Prawn AS har eiendeler som vil kunne omsettes i en fungerende andrehåndsmarked. Dette gjelder spesielt for selskapets skip, M/Tr. Rosvik, og fiskerettighetene. Selskapets eiere sitter derimot på gode kunnskaper om drift og eierskap av fiskebåter, og det kan derfor forventes at denne kunnskapen vil kunne bidra til å gi selskapet bedre inntjening enn hva en vilkårlig eier ville kunne klare. Denne goodwillen som finnes i selskapet, og at jeg vil anse sannsynligheten for snarlig avvikling av selskapet som svært liten, gjør at jeg ikke vil benytte balansebaserte metoder, men kontantstrømbaserte modeller i verdsettelsen av Polar Prawn AS.

Som tidligere nevnt vil et selskaps verdi avhenge av dets evne til å generere netto kontantstrøm til dets kapitalinnskytere. Av denne grunn argumenteres det derfor ofte for bruk av kontantstrømbaserte modeller ved verdsettelse av selskap, da disse best reflekterer verdien av selskapets fremtidige inntjening (Boye og Meyer 2000). For øvrig anbefaler Boye og Meyer (2000) at totalkapitalmodellen benyttes ved verdsettelse av selskaper. Da jeg har regnskapstall helt tilbake fra da selskapet ble etablert og frem til i dag, og en ledelse som har vært behjelpelig med annen nødvendig informasjon, har jeg derfor i denne oppgaven valgt å benytte totalkapitalmetoden for å beregne verdien av selskapet Polar Prawn AS.

For å kunne prognostisere selskapets fremtidige inntjening vil jeg benytte meg av selskapets historiske regnskapstall, hvor de eldste vil vektlegges minst og de seneste år vil vektlegges mest. Disse vil deretter korrigeres for ekstraordinære poster for å kunne gi et så riktig bilde som mulig av selskapets inntjening. Hvor langt frem i tid enn før prognostisere et selskaps utvikling vil kunne variere fra 5-15 år, avhengig av bransje. For Polar Prawn AS har jeg valgt å beregne prognoser for fem år frem i tid, da jeg vil kunne beregne disse med relativt stor grad av sikkerhet. For perioden utover budsjettperioden vil jeg for enkelhetsskyld forutsette

konstant vekst. og benytte Gordons formel for å beregne verdien av selskapets inntjening etter prognosetiden. Når alle kontantstrømmene er beregnet neddiskonteres disse med avkastningskravet for å finne inntjeningens nåverdi. Deretter trekkes selskapets rentebærende gjeld fra, og vi finner verdien på egenkapitalen til Polar Prawn AS.

Selskapets vekst i fremtiden vil påvirkes av flere faktorer, blant annet markedsforhold og selskapets egen vekst evne. På lang sikt er det allikevel urimelig å anta at selskapets vekst skal være større enn veksten i økonomien generelt. Norges Banks pengepolitikk har som mål å holde inflasjonen lav og stabil med en årlig vekst i konsumprisindeksen (KPI) som over tid vil være tilnærmet 2,5 % (Norges Bank 2007). Det vil derfor være naturlig å forutsette at selskapets vekst i all fremtid vil være lik denne.

4.0 Avkastningskrav

Avkastningskrav brukes for å kunne diskontere fremtidige kontantstrømmer til verdi (Gjesdal og Johnsen 1999). Et selskaps avkastningskrav står i forhold til den risikoen eiere og andre investorer påtar seg ved i stille kapital disponibel for selskapet. Kapitalen og andre innsatsfaktorer har bestandig en alternativkostnad, ved at den kan investeres i andre prosjekter eller selskaper. Avkastningskravet til selskapet må derfor være lik avkastningen ved alternativ plassering av kapital, gitt samme risiko. For rasjonelle investorer blir derfor avkastningskravet et minimumskrav for å stille kapital til rådighet i bedriften. For øvrig sier Gjesdal og Johnsen (1999, s 17) *at fastsettelse av et avkastningskrav langt fra er en eksakt vitenskap, men er snarere en blanding av god teori og fornuftig skjønn.*

4.1 Kapitalverdimodellen

For å kunne beregne avkastningskravet til egenkapitalen bruker jeg kapitalverdimodellen (CAPM)⁹. En aksjes avkastningskrav kan defineres som summen av risikofri rente og et risikotillegg (Boye og Meyer 2000). Risikotillegget ved å investere i markedsporteføljen¹⁰ på børsen finnes ved å ta differansen mellom porteføljens forventede avkastning og risikofri rente, der risikofri rente er den avkastning man kan forvente uten å påta seg noen form for risiko.

$$\text{Risikotillegg for markedsporteføljen} = R_m - R_f$$

Risikotillegget for markedsporteføljen kan også kalles markedspremien og vil i dette eksemplet være avkastningskravet for investeringer med tilsvarende risiko som markedsporteføljen. For investeringer med større eller mindre risiko vil risikopremien justeres opp eller ned avhengig av investeringens betaverdi. Risikotillegget for en bestemt aksje kan da finnes ved å multiplisere markedsporteføljens risikotillegg med aksjens betaverdi. Avkastningskravet til aksjen blir da:

⁹ Capital asset pricing model (CAPM) utviklet av William Sharpe, John Lintner og Jack Treynor (Brealey et. al. 2006).

¹⁰ Markedsporteføljen er en verdivektet portefølje av alle aksjene som omsettes på Oslo Børs

Risikofri rente + Risikotillegg for markedsporteføljen · aksjens betaverdi

Kapitalverdimodellen er ofte benyttet for å beregne avkastningskrav for investeringer i aksjer og lignende, og kan matematisk uttrykkes slik:

$$R_{ek} = R_f(1-s) + [R_m - R_f(1-s)] \cdot \beta$$

R_{ek} = avkastning egenkapital

R_f = risikofri rente

R_m = forventet avkastning på markedsporteføljen (markedets risikopremie)

β = den systematiske risikoen til aksjen

s = skattesats

4.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er det avkastningen man kan oppnå i markedet uten å påta seg noen form for risiko. Denne renten kan ikke beregnes matematisk, så det er derfor vanlig å benytte renten på statsobligasjoner som mål for den risikofrie renten. Siden oppkjøp av foretak, eller deler av foretak, ofte er langsiktige investeringer fra investors side, anbefales det ofte å benytte den lange statsobligasjonsrenten som risikofri rente (Boye og Meyer 2000). Lange statsobligasjoner (5-10 år) er, ifølge renteforventningshypotesen, et gjennomsnitt av de forventede fremtidige kortidsrenter (Boye og Meyer 2000). Ved bruk av lange statsobligasjoner som risikofri rente må man også ta hensyn til de inflasjonsforutsetninger som ligger til grunn for renten, og benytte samme forutsetninger ved diskontering av fremtidig kontantstrøm. Derfor anbefales det ofte å benytte mellomlange (2-3 år) statsobligasjoner som mål på risikofri rente (Boye og Meyer 2000). Denne renten svinger mindre enn den korteste (1-års obligasjoner). Dette vil stabilisere avkastningskravet, noe som vil ha en egenverdi i seg selv (Gjesdal og Johnsen 1999). I denne oppgaven vil jeg benytte en femårig statsobligasjon som mål på risikofri rente. Pr. 2. mars 2007 var denne i følge Norges bank 4,48 % (Norges Bank 2007).

4.1.2 Markedets risikopremie

Som tidligere nevnt vil en investor ha kompensasjon for den økte risikoen ved å stille kapital disponibel i risikable aktiva. Antakelsen er at alle rasjonelle investorer er risikoavers og vil kreve høyere avkastning for å ta større risiko (Gjesdal og Johnsen 1999). For å finne et mål på markedets risikopremie legges ofte historiske risikopremier til grunn. Man forutsetter da at investorene har klart å oppnå den historiske avkastningen de har forutsett (Boye og Meyer 2000).

Hvilken metode som brukes for å beregne gjennomsnittlig historisk avkastning vil påvirke risikopremien. Ved bruk av geometrisk gjennomsnitt får vi ofte en lavere avkastning enn ved aritmetisk gjennomsnitt (Boye og Meyer 2000). Matematisk kan de to metodene skrives slik:

Aritmetisk gjennomsnitt

$$\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n r_t$$

Geometrisk gjennomsnitt

$$[(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_n)]^{\frac{1}{n}} - 1$$

Der r er årlig avkastning og n er antall år.

For å illustrere dette bedre kan Boye og Meyers (2000) eksempel benyttes:

Anta at det ikke har vært utbetalt utbytte på en aksje siste to år. Første år steg aksjen med 100 % fra 100 til 200 kroner. Andre året falt imidlertid aksjen med 50 % fra 200 til 100 kroner.

Med de to metodene får vi da følgende svar:

Aritmetisk gjennomsnitt:

$$\frac{100\% - 50\%}{2} = 25\%$$

Geometrisk gjennomsnitt:

$$[(1+1)(1-0,5)]^{\frac{1}{2}} - 1 = 0$$

Aritmetisk gjennomsnitt vil alltid være høyere enn geometrisk gjennomsnitt. Kun når avkastningen er konstant vil den geometrisk- og aritmetisk metode gi samme resultat (Boye og Meyer 2000).

Markedets risikopremie vil kunne variere mye alt etter hvilken periode som legges til grunn for analysen. Ifølge Gjesdal og Johnsen (1999) var gjennomsnittlig totalindeks for Oslo Børs i perioden 1967-1998 ca. 6,2 % (aritmetisk) over risikofri rente. Det har imidlertid vært store

variasjoner gjennom perioden. Hvis vi kun ser på perioden fra 1970-1998 har markedets risikopremie falt til 5,4 %, mens den i perioden 1983-1998 var på 10,4 % (Gjesdal og Johnsen 1999). De store svingningene i perioden vanskeliggjør bruken av historisk risikopremie for markedet, men det er allikevel grunn til å tro at fremtidig risikopremie for markedet vil være lavere enn den historiske på 6,2 % (Gjesdal og Johnsen 1999). De viktigste grunnene til dette er at norske selskaper er blitt mer solide den siste tiden. Mindre variasjon i likviditet og inflasjon på børsen, samt at investorer er blitt flinkere til å diversifisere investeringene gjør at de tåler konjunktursvingningene bedre (Gjesdal og Johnsen 1999). Matematisk kan markedets risikopremie uttrykkes slik:

$$\begin{aligned}(R_m - R_f^s) &= R_m - R_f(1 - s) \\ &= R_m - R_f + R_f \cdot s\end{aligned}$$

$R_m - R_f^s$ = *Markedets risikopremie etter skatt*

R_f^s = *Risikofri rente etter skatt*

R_f = *Risikofri rente før skatt*

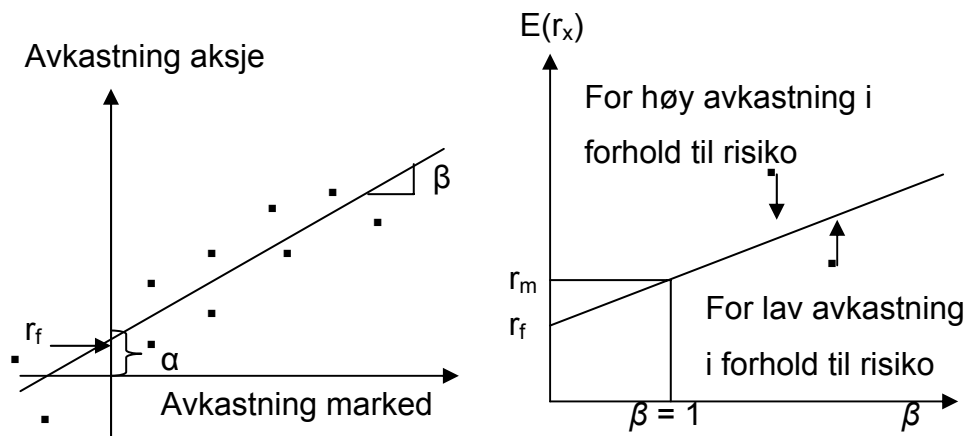
s = *Skattesats (28 %)*

4.1.3 Estimering av Betaverdi

Alle selskaper utsettes for risiko. Denne risikoen kan deles inn i systematisk- og usystematisk risiko. Den usystematiske risikoen er diversifiserbar, det vil si at en investor kan kvitte seg med denne ved å diversifisere porteføljen. Den systematiske risikoen, også kalt markedsrisiko, derimot er markedsrelatert og ikke mulig for en investor å kvitte seg med. Betaverdien til en aksje eller et selskap er et mål på denne markedsrisikoen.

Markedsrisikoen kan enten stige eller synke som følge av påvirkning av eksterne faktorer. Dette kan for eksempel være rente oppgang, konjunkturer, eller endringer i skatte- og avgiftspolitikken. Betaverdien indikerer hvilken risiko vi kan forvente av aksjen i forhold til totalindeksen på børsen, eller med andre ord hvordan aksjen svinger i forhold til totalindeksen. Dersom en aksje har en betaverdi lik 1 vil denne aksjen svinge i takt med børsens totalindeks. For aksjer med betaverdi lik 0,5 vil disse da bare svinge halvparten så

mye som totalindeksen, mens en betaverdi lik 2 vil bety svingninger dobbelt så store totalindeksen.



Figur 4: Sammenheng mellom avkastning og risiko (Sirnes 2006)

Figuren 4 viser to viktige sammenhenger mellom en aksje og dens risiko. Til venstre vises betaverdien som sammenhengen mellom aksjens avkastning og historisk markeds avkastning. Til høyre er sammenhengen mellom forventet aksje avkastning i forhold til betaverdien illustrert.

En aksjes betaverdi er altså et statistisk mål for samvariasjon mellom en aksje og markedet. Matematisk kan dette uttrykkes slik:

$$\beta_x = \frac{\sigma_{x,m}}{\sigma_m^2}$$

β_x = Betaverdi til aksje/selskap x

$\sigma_{x,m}$ = Kovarians mellom aksjen og børsens totalindeks

σ_m^2 = Varians i børsens totalindeks (markedsporteføljen)

For børsnoterte selskaper kan betaverdien beregnes på bakgrunn av historisk avkastning for aksjen og markedsporteføljen. For ikke børsnoterte selskaper må derimot betaverdien beregnes på andre måter. En mulighet er å ekstrahere betaverder fra sammenlignbare selskaper som er børsnotert, men disse må da justeres for eventuelle finansielle

risikoforskjeller mellom selskapene (fordeling gjeld/EK) (Gjesdal og Johnsen 1999). Det er ofte vanskelig å finne sammenlignbare selskaper på børsen, da disse bør være av noenlunde samme størrelse og kostnadsstruktur.

Et selskaps betaverdi vil også avhenge av selskapets forretnings- og finansielle risiko (Boye og Meyer 2000). Ved økt gjeldsgrad vil både selskapets totale og systematiske avkastningsrisiko for egenkapitalen øke (Gjesdal og Johnsen 1999). Ved normal forretningsrisiko og moderat gjeldsgrad vil den konjunkturelle forretningsrisikoen i realiteten kun belastes egenkapitalen, slik at vi kan anta at betarisikoen for gjelden er tilnærmet null (Gjesdal og Johnsen 1999). Vi får da følgende uttrykk for sammenhengen mellom forretnings- og egenkapitalbeta:

$$\beta_e = \left[\frac{Ek + G}{Ek} \right] \cdot \beta_t$$

β_e = Egenkapitalbeta (finansiell risiko)

β_t = Forretningsbeta (forretnings risiko)

Ek = Egenkapital

G = Gjeld

Som vi ser av formelen vil selskapets finansielle risiko øke ved økende gjeldsgrad (Boye og Meyer 2000). Selskaper med meget høy betaverdi vil derfor ha både høy forretnings- og finansiell risiko, mens selskaper med lav beta vil ha lav forretnings- og finansiell risiko (Boye og Meyer 2000).

Et generelt problem ved å benytte kapitalverdimodellen på mindre likvide selskaper er at betaverdien ofte blir for lav (Gjesdal og Johnsen 1999). Selv om den lave betaverdien også kan forklares gjennom lav forretnings- og finansiell risiko, vil også aksjens lave likviditet ha betydning for den lave betaverdien. Lav eller ingen børsomsetning vil gi en treg kurs, hvor endringene vil komme sjeldent og ofte forsinket i forhold til mer likvide aksjer. Dette betyr at estimert betaverdi kan undervurdere virkelig verdi, og ved lav likviditet i aksjen kan man ofte påplusse aksjen en ekstra likviditetspremie (Gjesdal og Johnsen 1999). *Kapitalverdimodellen*

bør derfor brukes med omhu for lite likvide børsselskaper og ikke-børsnoterte selskaper (Gjesdal og Johnsen 1999, s. 23).

4.2 Totalkapitalkrav

Ved verdivurdering av selskaper ved bruk av totalkapitalmetoden trengs et avkastningskrav for totalkapitalen. Dette avkastningskravet kan finnes ved bruk av WACC (weighted average cost of capital), og gir et mål for hva hver investert krone må gi i avkastning for å kunne betjene den samlede krav fra både eiere og kreditorer. WACC er et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden, og kan matematisk uttrykkes slik (Boye og Meyer 2000):

$$WACC = \frac{G}{EK + G} \cdot r_g (1 - s) + \frac{EK}{EK + G} \cdot r_{ek}$$

G = Gjeld

EK = Egenkapital

r_g = Gjennomsnittlig rentekostnad på gjeld

r_{ek} = Avkastningskrav til egenkapitalen

s = Skattesats

Aksjonærene i selskapet skal ha forrentet markedsverdien av egenkapitalen, mens kreditorene skal har forrentet markedsverdien av gjelden. Vi må derfor benytte markedsverdeier når vi skal beregne forholdet mellom egenkapital og gjeld (Boye og Meyer 2000). Siden WACC skal beregne samlet avkastning for eiere og kreditorer taes kun rentebærende gjeld med ved beregning av vektene. Har gjelden flytende rente vil markedsverdien være lik bokført verdi, mens det ved fast lånerente må beregnes markedsverdi på bakgrunn av obligasjonsrenten (Boye og Meyer 2000).

4.2.1 Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen

Som tidligere nevnt kan det være problematisk å benytte kapitalverdimodellen ved beregning av egenkapitalavkastningskravet for mindre ikke børsnoterte selskaper. Siden Polar Prawn AS er et mindre ikke børsnotert selskap, og kapitalverdimodellen viste seg å være vanskelig for å

beregne et rimelig avkastningskrav for egenkapitalen, vil jeg ikke benytte denne modellen. Jeg vil derfor gjøre en skjønnsmessig vurdering av representativt avkastningskrav for egenkapitalen i selskapet.

Et selskaps forretningsrisiko vil blant annet påvirkes av selskapets følsomhet konjunktursvingninger (Gjesdal og Johnsen 1999). Disse svingningene vil på grunn av bedriftsspesifikke forhold påvirke selskapene ulikt. Noen selskaper vil med andre ord, på bakgrunn av denne bedriftsspesifikke risikoen, kunne gjøre det beder eller dårligere enn det de generelle markedsforhold skulle tilsi. Gjennom å diversifisere investeringen er det imidlertid mulig å kvitte seg med denne risikoen, da svingningene i bedriftsspesifikk risiko vil utjevne hverandre. Investorer skal derfor ikke kompenseres for å påta seg bedriftsspesifikk risiko. Historisk sett har fiskerinæringen vært en næring preget av konjunkturer, noe som også har påvirket næringsaktørene. Jeg forutsetter at fiskerinæringen også i fremtiden vil være preget av disse svingningene, og at disse vil kunne påvirke lønnsomheten til næringsaktørene i ulik grad. Selskapets finansielle risiko vil, som tidligere nevnt, også avhenge av gjeldsgraden. Selskapet har relativt høy gjeld i forhold til bokført egenkapital, men resultatmessig har selskapet historisk sett gjort det bra i forhold til gjennomsnittet for fartøygruppen. Ut fra alternativkostnad prinsippet (lik avkastning for lik risiko) kan vi anta at eierne i selskapet ville kunne investert i markedsporteføljen på Oslo Børs istedenfor i selskapet, og dermed oppnådd markedsavkastning på investeringen. Siden fiskerinæringen generelt sett er veldig følsom for konjunktursvingninger, vil jeg argumentere for at egenkapitalens avkastningskrav ilegges en tilleggspremie for å kompensere investorene for denne spesifikke markedsrisikoen de påtar seg. Videre i oppgaven vil jeg derfor benytte meg av et avkastningskrav for egenkapitalen på 15 %.

Det argumenteres ofte for en likviditetspremie for aksjer i mindre likvide eller unoterte selskaper. Denne premien skal kompensere investorer for innlåsningsrisikoen ved illikvid plassering, og ligger vanligvis mellom 4-5 % (Gjesdal og Johnsen 1999). For Polar Prawn AS er eierne å anse som langsiktige investorer med forretningmessig eierskap som fokus, og ikke finansielle investorer med mulighet for kortsiktig salg. Jeg har derfor valgt å se bort ifra en slik likviditetspremie i aksjen.

4.2.2 Beregning av avkastningskrav for selskapets gjeld

Siden det ikke er garantert at renter og avdrag blir betalt som avtalt, vil det kunne knyttes en risiko til selskapets gjeld. Siden kreditorer vil ta høyde for tap av renter og avdrag, vil gjeldens nominelle rente derfor ikke uttrykke kreditorers forventede avkastning, eller selskapets reelle gjeldskostnad (Gjesdal og Johnsen 1999).

Polar Prawn AS har en meget gunstig låneavtale som gjør at selskapet til en hver tid har en rente som bare er 0,6 % høyere enn styringsrenten til Norges Bank. Etter siste renteøkning (15.03.2007) ligger rentenivået for gjelden i selskapet på 4,6 %. Rentenivået i Norge har derimot vært historisk lavt de siste årene, men er forventet å stige i tiden frem over. I følge Norges Bank vil styringsrenten ligge i intervallet 4-5 % allerede i midten av år 2007 (Norges Bank 2007). Ut fra en skjønsmessig vurdering vil jeg derfor øke gjeldens avkastningskrav til 6 %. Justert for skatt blir avkastningskravet til gjelden:

$$r_g = 6 \cdot (1 - 0,28) = 4,32\%$$

4.2.3 Beregning av avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

For å kunne beregne WACC trenger vi markedsverdiene til selskapets gjeld og egenkapital. For børsnoterte selskaper vil egenkapitalens markedsverdi gjenspeiles i børsverdien, mens markedsverdien til egenkapitalen for ikke børsnoterte selskaper kan være litt vanskeligere å beregne. Pr. 31.12.2006 var bokført egenkapital 28 500 000 kroner, men den reelle markedsverdien er i følge styret på 45 000 000 kroner. Siden selskapet betaler flytende rente på sine lån vil gjeldens markedsverdi være lik bokført verdi. 31.12.2006 hadde selskapet en bokført rentebærende gjeld på 108 315 386 kroner. Vi kan da beregne WACC slik:

$$WACC = \frac{G}{EK + G} \cdot r_g (1 - s) + \frac{EK}{EK + G} \cdot r_{ek}$$
$$WACC = \frac{108\,315\,386}{153\,315\,386} \cdot 4,32\% + \frac{45\,000\,000}{153\,315\,386} \cdot 15\%$$
$$WACC = 7,45\%$$

Det teoretisk mest korrekte avkastningskrav for totalkapitalen vil være å beregne WACC for hvert enkelt år. Ved veldig høy eller lav gjeldsandel vil ofte avkastningskravet til totalkapitalen stige som følge av økte konkurs- og agentkostnader (Gjesdal og Johnsen 1999). Miller-Modigliani-hypotesen hevder imidlertid at avkastningskravet for totalkapitalen er uavhengig av hvordan selskapet er finansiert (Gjesdal og Johnsen 1999). Miller-Modigliani-hypotesen er utledet matematisk under spesielt strenge forutsetninger, som ikke alltid vil fungere i praksis. Likevel vil jeg for enkelhetsskyld legge denne hypotesen til grunn videre i oppgaven, og anta at WACC holdes konstant over budsjettperioden.

5.0 Verdsettelse av Polar Prawn AS

Ved verdsettelse av Polar Prawn AS vil selskapets bedriftsøkonomiske utvikling stå sentralt. En gjennomgang av selskapets utvikling er både viktig for å forstå selskapet, men også for å kunne predikere selskapets fremtidige utvikling. Analysen tar utgangspunkt i regnskapene til selskapet og vil ha hovedfokus på selskapets finansielle drivere og finansielle situasjon. Historiske nøkkeltall fra 1999 og frem til og med 2006 vil bli presentert og bli sammenlignet med tall fra Fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelse for fiskeflåten. For prognostisering av fremtidig utvikling vil jeg legge vekt på regnskapstall fra 2001 og frem til i dag, hvor det siste regnskapet (2006) vil bli mest vektlagt.

5.1 Estimering av fremtidig økonomisk utvikling

Verdsettelsen av Polar Prawn AS har jeg valgt å gjøre over to perioder. Den første perioden vil bestå av en estimert kontantstrøm til selskapets total kapital for en gitt periode fremover. Den andre perioden vil være en estimert terminalverdi på selskapet. Selskapets totalverdi vil da være ekvivalent med nåverdien av kontantstrømmene for disse to periodene. Lengden på den første perioden vil som tidligere nevnt avhenge av når selskapet oppnår konstant vekst i kontantstrømmene. For fiskerinæringens vedkommende vil jeg hevde at næringen er en moden bransje med noe vekst, men siden Polar Prawn AS er et relativt nytt selskap vil de kunne vokse enda noen år før de oppnår steady state. Jeg vil derfor forutsette en steady state for Polar Prawn AS etter år 2015.

I enkelte tilfeller når man jobber med historiske regnskapstall og budsjetter kan det være nødvendig å korrigere for ekstraordinære poster. Ekstraordinære poster er poster som ikke har sammenheng med selskapets kjernevirksomhet, som ikke forventes å oppstå ofte eller regelmessig, og som er vesentlige i forhold til selskapets virksomhet (Kristoffersen 2002). Alle disse forhold må inntreffe for at en post skal være ekstraordinær. Om en post er ekstraordinær eller ikke blir derfor en skjønsmessig vurdering i forhold til selskapets virksomhet.

For Polar Prawn AS del er det nødvendig å nevne at selskapet i 2001 fikk levert et nytt fartøy. Dette har hatt betydning for endringer i selskapets omsetning, kostnader og resultat siden 2001. I 2003 og 2005 økt selskapet sine fangstrettigheter gjennom enhets- og

strukturvoteordningen. Dette har gjort at selskapet i dag kan fiske større mengde hvitfisk enn planen var da fartøyet ble levert, noe som har hatt stor betydning for selskapets inntekter. Ut over disse kommentarene vil jeg karakterisere regnskapene som representative for selskapets normale drift, og følgelig vil de være egnet for prognostisering av fremtidig inntjening.

5.1.1 Driftsinntekter

Tabell 11: Prosentvis endring i driftsinntekt for Polar Prawn AS sammenlignet med gjennomsnittet for bransjen.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	38 605 521	39 830 202	38 202 578	47 049 454	56 108 779	55 943 279	
% endring	–	3,2 %	-4,1 %	23,2 %	19,3 %	-0,3 %	8,2 %
<i>Bransje gjennomsnitt</i>	–	-56,0 %	25,4 %	16,8 %	37,3 %	–	5,9 %

Som vi ser av tabell 11 over har Polar Prawn AS driftsinntekter ligget stabilt rundt 38 mill. kroner i perioden 2001 til 2003, og for perioden 2005 til 2006 lå de stabilt rundt 56 mill. kroner. Den største endringen i selskapets driftsinntekter skjedde fra 2003 til 2004 da disse økte med ca. 9 mill. kroner. For å kunne estimere en fremtidig utvikling av selskapets driftsinntekter må vi se utviklingen i et lengre perspektiv enn fra år til år. Et gjennomsnitt for perioden 2001 til 2006 vil derfor kunne gi et bedre estimat på selskapets fremtidige vekst. Som vi ser av tabellen over har selskapets driftsinntekter i gjennomsnitt økt med 8,2 % i perioden fra 2002 til 2006. Sammenlignet med resten av bransjen som i gjennomsnitt hadde en økning i driftsinntekter på 5,9 % i perioden 2002 til 2005, har Polar Prawn AS gjort det godt.

Siden Polar Prawn AS ikke har tilhensikt å øke sin andel fiskerettigheter, vil selskapets fremtidige driftsinntekter avhenge av den generelle prisutviklingen på hvitfisk og reker. Jeg vil derfor vektlegge de to siste driftårene størst betydning, da disse vil være mest representativ for fremtidig driftsinntekt i forhold til fangstmengde. Videre forutsetter jeg også, som et resultat av dette, at selskapets driftsinntekter vil flate ut og ikke ha så store prosentvise økninger i driftsinntekter fra år til år, men at denne vil være mer tilnærmet generell prisendring på reker og hvitfisk i markedet. Prismessig har reker hatt en oppgang i forhold til gjennomsnittsprisen for 2006, og selges nå for litt over 12 kroner pr. kilo på auksjon (Råfisklaget 04.05.07). På bakgrunn av dette vil jeg derfor sette rekeprisen til 11 kroner i budsjettperioden. De dårlige fremtidige markedsutsiktene for den norske reken gjør at jeg i

budsjettperioden likevel bare forventer en årlig inntektsøkning på 1,0 % for reker. For hvitfisk har prisene de siste årene vært på historisk høyt nivå. Da fiskerinæringen historisk sett har vært preget av prissvingninger, ser jeg på det som urealistisk at de høye fiskeprisene vil vedvare ut budsjettperioden. Et redusert svartfiske i Barentshavet kan imidlertid bidra til å holde prisen noenlunde på dagens nivå, også i årene som kommer. For budsjettperioden har jeg derfor antatt en torskepris på 23,43 kroner pr. kilo for torsk mellom 1,0 til 2,5 kilo, og med en årlig inntektsvekst på 1,5 %. Samlet sett vil dette gi Polar Prawn AS en årlig økning i driftsinntekter på rett under 2 % i budsjettperioden. På lang sikt vil jeg forutsette at selskapets inntekter vil ha en vekst lik 2,5 %, noe som også tilsvarer Norges Banks forventede vekt i konsumprisindeksen i fremtiden.

Selskapets driftsinntekt vil også påvirkes av fartøyets fangstkvantum. I henhold til selskapets kvotefaktor tildeles fartøyet en andel av totalkvoten i trålflåten. Denne totalkvoten fastsettes av Kyst- og fiskeridepartementet, og endringer i denne totalkvoten vil kunne påvirke selskapets lønnsomhet. For budsjettperioden forutsetter jeg at totalkvoten ikke endres drastisk fra år til år, men vil holdes stabilt på dagens nivå. For hvitfisk har jeg forutsatt at selskapet fisker hele sin tillatte totalkvote. Dette fordi jeg ser det som sannsynlig at de vil prioritere fangst på arter som gir bedre lønnsomhet enn reker. For rekefisket vil jeg anta at fangstmengden vil holdes på samme nivå som i dag, grunnet den dårlige lønnsomheten selskapet oppnår i rekefisket.

5.1.2 Drivstoffkostnader

Tabell 12: Prosentvis endring i drivstoffkostnader og drivstoffkostnader i prosent av driftsinntekt for Polar Prawn AS.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gjennomsnitt
Drivstoff	–	7 956 516	6 054 119	9 393 830	10 771 565	10 880 151	
% endring			-23,9 %	55,2 %	14,7 %	1,0 %	11,7 %
% av driftsinntekt	–	20,0 %	15,8 %	20,0 %	19,2 %	19,4 %	18,9 %

Som vi ser av tabell 12 ovenfor har selskapets drivstoff kostnader variert mye de siste årene, og har i snitt økt med nesten 12 % i året. Størst prosentvis økning i drivstoffkostnader hadde selskapet fra 2003 til 2004 da disse økte med 55,2 %. For de siste to driftsår har selskapets drivstoffkostnader ligget stabilt med en årlig endring på 1 %. Sett i forhold til selskapets driftsinntekter har drivstoffkostnadene, med unntak av 2003, ligget relativt stabilt og utgjort

mellom 19 til 20 % av driftsinntektene. Også i fremtiden vil jeg anta at drivstoffkostnadene vil utgjøre en betydelig del av selskapets driftskostnader. Da jeg i tillegg ser på det som mest sannsynlig med en ytterligere økning i oljeprisen, fremfor en reduksjon, vil jeg for budsjettp perioden forutsette at drivstoffkostnadene vil utgjøre 21 % av selskapets driftsinntekter.

5.1.3 Lønnskostnader

Tabell 13: Prosentvis endring i lønnskostnader og lønnskostnader i prosent av driftsinntekter for Polar Prawn.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gjennomsnitt
Lønnskostnad	13 280 914	12 726 938	12 209 438	15 132 004	18 013 270	18 291 774	
% endring		-4,2 %	-4,1 %	23,9 %	19,0 %	1,5 %	7,3 %
% av driftsinntekt	34,4 %	32,0 %	32,0 %	32,2 %	32,1 %	32,7 %	32,5 %

Selskapets lønnskostnader vil henge sammen med driftsinntektene da mannskapets lønn utbetales som lott, som er en fast prosent av selskapets driftsinntekter. Som vi ser av tabell 13 ovenfor har selskapets lønnskostnader i perioden 2002-2006 ligget stabilt rundt 32 % av driftsinntektene. Videre i oppgaven vil jeg derfor forutsette at lønnskostnadene vil utgjøre 32,5 % av driftsinntektene. Den høye økningen i lønnskostnader i 2004 og 2005 henger sammen med at selskapet i disse årene økte sine driftsinntekter ved økning av fartøyets kvoteandel.

5.1.4 Andre driftskostnader

Tabell 14: Prosentvis endring i andre driftskostnader og andre driftskostnader i prosent av driftsinntekt for Polar Prawn AS.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gjennomsnitt
Andre driftskostnader	29 590 991	8 429 301	10 105 213	9 155 509	11 900 652	9 334 419	
% endring		–	19,9 %	-9,4 %	30,0 %	-21,6 %	4,7 %
% av driftsinntekt	–	21,2 %	26,5 %	19,5 %	21,2 %	16,7 %	21,0 %

For estimering av selskapets fremtidige andre driftskostnader, vil det være naturlig å anta at disse vil kunne følge noenlunde samme svingningene som driftsinntektene. Som tabell 14 over viser, har størrelsen på selskapets andre driftskostnader i perioden 2001 til 2006 i gjennomsnitt utgjort 21 % av driftsinntektene, men med noe variasjon fra år til år. Størst prosentvis reduksjon i driftskostnadene hadde selskapet fra 2005 til 2006, da disse ble

reduisert med over 20 %. For siste driftsår, 2006, ble andre driftskostnader redusert med over 4 % i forhold til året før. Videre i oppgaven vil jeg, samme som for driftsinntektene, vektlegge selskapets to siste driftsår størst betydning. Har ser vi at andredriftskostnader i prosent av driftsinntekt har variert fra 21,2 % til 16,7 %, fra 2005 til 2006. Tar vi da i tillegg med 2004, ser vi at disse da lå på 19,5 % av driftsinntektene. For budsjettperioden vil jeg sette andredriftskostnader til å utgjøre 19 % av selskapets driftsinntekter.

5.1.5 Investeringer

Tabell 15: Analyse av total og prosentvis endring i anleggsmidler for Polar Prawn AS.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gjennomsnitt
Immatrielle eiendeler	10 401 588	9 800 000	20 800 000	20 800 000	42 877 000	42 877 000	
% endring		-5,8 %	112,2 %	0,0 %	106,1 %	0,0 %	42,5 %
Varige driftsmidler	91 784 837	87 359 946	82 381 405	77 402 863	74 378 348	70 112 479	
% endring		-4,8 %	-5,7 %	-6,0 %	-3,9 %	-5,7 %	-5,2 %
Sum anleggsmidler	102 186 425	101 719 446	108 790 905	103 812 363	136 721 126	132 455 257	
% endring		-0,5 %	7,0 %	-4,6 %	31,7 %	-3,1 %	6,1 %

For å estimere selskapets fremtidige investeringer, vil jeg se på historiske endringer i anleggsmidler. Polar Prawn AS har hatt størst endring i sine immaterielle eiendeler. Dette er i hovedsak investeringer foretatt for å øke selskapets fiskerettigheter. Som tabell 15 viser er dette store investeringer da eiendelene mer enn dobles både i 2003 og 2005, og for perioden 2001 til 2006 har disse i gjennomsnitt økt med over 42 %. For selskapets varige driftsmidler har selskapets investeringer vært lavere enn avskrivningene, slik at disse totalt sett har hatt en nedgang på 5,2 % i perioden 2001 til 2006. Ser vi på den totale andelen anleggsmidler, ser vi at det i gjennomsnitt totalt sett har vært investert for litt over 6 % årlig, i perioden 2001 til 2006. Men også her er variasjonen fra år til år store. Hovedårsaken til disse store svingningene er de store investeringene som gjøres i immaterielle eiendeler.

Selv om selskapet i fremtiden ikke har planer om å øke investeringene i immaterielle eiendeler (fiskerettigheter), vil jeg likevel forutsette at selskapets i fremtiden vil ha årlige investeringer på 2 % av varige driftsmidler. Dette er i hovedsak investeringer til vedlikehold og kjøp av nytt utstyr. Etter hvert som selskapets fartøy blir eldre, vil også vedlikeholdskostnadene kunne øke. Utstyr som redskap, vinsjer og annet materiale som var nytt da fartøyet ble levert i 2001, vil også kunne bli nødvendig å erstatte med nytt.

5.1.6 Avskrivninger

Tabell 16: Totale avskrivninger i perioden 2001-2006, og avskrivninger i prosent av varige driftsmidler.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gjennomsnitt
Sum varige driftsmidler	91 784 837	87 359 946	82 381 405	77 402 863	74 378 348	70 112 479	
Avskrivninger	5 626 409	4 971 706	4 978 541	4 978 541	5 186 648	4 307 649	5 008 249
% av varige driftsmidler	6,1 %	5,7 %	6,0 %	6,4 %	7,0 %	6,1 %	6,2 %

For å estimere fremtidige avskrivninger for selskapet, vil jeg se på avskrivninger for tidligere år, og se disse i forhold til varige driftsmidler. For perioden 2001 til 2006 ser vi at selskapets årlige avskrivninger har ligget rimelig konstant rundt 5 mill. kroner, noe det beregnede gjennomsnittet også viser. Ser vi på avskrivningene i forhold til selskapets varige driftsmidler utgjør disse i gjennomsnitt 6,2 %, men med noe variasjon mellom årene. Det er naturlig å anta at størrelsen på avskrivningene vil henge sammen med investeringene selskapet foretar seg. Det er som tidligere nevnt ikke planlagt større investeringer i fremtiden, utover investeringer til vedlikehold og eventuelt nytt utstyr. Da variasjonen mellom årene ikke har variert veldig mye, vil jeg derfor videre i oppgaven forutsette at selskapet også i fremtiden vil avskrive sine varige driftsmidler med en avskrivningssats på 6,2 %.

5.1.7 Arbeidskapital

Tabell 17: Gjennomsnittlig arbeidskapital og arbeidskapital i prosent av selskapets driftsinntekter.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gjennomsnitt
Sum omløpsmidler	10 498 843	11 892 242	16 106 068	19 052 492	22 441 587	29 825 437	
Kortsiktig gjeld	4 371 710	5 829 867	8 634 708	8 029 015	7 209 834	17 448 271	
Arbeidskapital	6 127 133	6 062 375	7 471 360	11 023 477	15 231 753	12 377 166	9 715 544
% av driftsinntekter	15,9 %	15,2 %	19,6 %	23,4 %	27,1 %	22,1 %	20,6 %

Selskapets arbeidskapital kan beregnes ved å trekke selskapets kortsiktige gjeld fra omløpsmidlene. Som vi ser av tabell 17 har selskapet doblet sin arbeidskapital i kroner i 2006 i forhold til 2001. Prosentvis vekst i arbeidskapitalen pr. år har i gjennomsnitt ligget på litt over 20 %. Ved vektlegging av de to og tre siste driftsår, vil jeg for fremtiden forutsette at arbeidskapitalen i selskapet vil stabilisere seg og utgjøre 24 % av selskapets driftsinntekter.

5.1.8 Netto finansposter

Tabell 18: Netto finansposter i prosent av rentebærende gjeld, og prosentvis årlig endring for Polar Prawn AS.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gjennomsnitt
Netto finansposter	-4 525 114	-3 132 170	-7 095 318	-3 413 992	-3 038 382	-3 318 871	-4 087 308
% endring		-30,8 %	126,5 %	-51,9 %	-11,0 %	9,2 %	8,4 %
% av rentebærende gjeld	4,4 %	3,4 %	7,1 %	3,7 %	2,7 %	3,1 %	4,1 %

For å kunne beregne årsresultat til Polar Prawn AS må vi også ta hensyn selskapets netto finansinntekter. Som vi ser av tabell 18 over har Polar Prawn AS hatt negativ netto finanspost for hvert år i perioden fra 2001 til 2006, og i gjennomsnitt har disse vært på i overkant av 4 mill. kroner årlig. Sett i forhold til selskapets rentebærende gjeld har netto finansposter i gjennomsnitt utgjort 4,1 % av selskapets rentebærende gjeld. Ettersom selskapet har flytende rente på sine lån vil jeg anta at netto finansposter i fremtiden vil være rentekostnader på selskapets gjeld, og kan dermed beregnes som gjeldrente i forhold til rentebærende gjeld. De fire siste driftsårene har selskapets finansinntekter vært relativt små i forhold til finanskostnadene, for fremtiden antar jeg derfor at disse ikke vil få innvirkning på selskapets finanskostnader.

5.2 Estimering av budsjettperioden

På bakgrunn av de forutsetninger som er gjort ovenfor vil jeg nå prognostisere fremtidig økonomisk resultat for Polar Prawn AS for perioden 2007 til 2015. Deretter vil jeg beregne årlige kontantoverskudd til selskapets totalkapital.

5.2.1 Estimering av netto finansposter for perioden 2007-2015

Tabell 19: Beregnede rentekostnader i forhold til rentebærende gjeld for Polar Prawn AS i perioden 2007-2015.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rentebærende gjeld	103 636 161	99 159 079	94 875 407	90 776 789	86 855 232	83 103 086	79 513 033	76 078 070	72 791 497
Beregnet rentekostnad	4 679 225	4 477 082	4 283 672	4 098 618	3 921 557	3 752 146	3 590 053	3 434 963	3 286 573

Jeg har forutsatt at selskapet gradvis vil nedbetale sin rentebærende gjeld helt til en eventuell ny stor investering forekommer. Beregnet årlig rentekostnad for Polar Prawn AS er vist i tabell 19 ovenfor. Rentekostnadene vil for 2007 øke kraftig i forhold til 2006, da en rente på 6

% før skatt er lagt til grunn for rentekostnadene i budsjettperioden. For utregning av selskapets fremtidige gjeldsrente henvises det til kapittel 5.

I henhold til tidligere nevnte Miller-Modigliani-hypotesen vil jeg forutsett at selskapets avkastningskrav til totalkapitalen vil være uavhengig av selskapets finansieringsform. Med utgangspunkt i de forutsetninger som er gjort ovenfor kan vi da estimere selskapets økonomiske utvikling for budsjettperioden 2007 til 2015.

Tabell 20: Estimering av årsresultat for Polar Prawn AS i budsjettperioden 2007-2015.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inntekter fra fangst av hvitfisk	48 939 204	51 213 640	51 981 845	52 761 573	53 552 996	54 356 291	55 171 636	55 999 210	56 839 198	57 691 786
Inntekter fra rekefisket	7 004 075	8 304 725	8 387 772	8 471 650	8 556 366	8 641 930	8 728 349	8 815 633	8 903 789	8 992 827
Sum driftsinntekter	55 943 279	59 518 365	60 369 617	61 233 223	62 109 363	62 998 221	63 899 985	64 814 843	65 742 988	66 684 613
Lønnskostnad	18 291 774	19 343 469	19 620 126	19 900 797	20 185 543	20 474 422	20 767 495	21 064 824	21 366 471	21 672 499
Avskrivninger	4 307 649	4 433 913	4 522 591	4 613 043	4 705 304	4 799 410	4 895 398	4 993 306	5 093 173	5 195 036
Drivstoff	10 880 151	12 498 857	12 677 620	12 858 977	13 042 966	13 229 626	13 418 997	13 611 117	13 806 027	14 003 769
Andre driftskostnader	9 334 419	11 308 489	11 470 227	11 634 312	11 800 779	11 969 662	12 140 997	12 314 820	12 491 168	12 670 077
Sum driftskostnader	42 813 992	47 584 728	48 290 564	49 007 130	49 734 592	50 473 121	51 222 888	51 984 068	52 756 838	53 541 381
Driftsresultat	13 129 287	11 933 637	12 079 053	12 226 093	12 374 771	12 525 101	12 677 097	12 830 775	12 986 149	13 143 233
Netto finansposter	-3 318 871	-4 679 225	-4 477 082	-4 283 672	-4 098 618	-3 921 557	-3 752 146	-3 590 053	-3 434 963	-3 286 573
Ordinært resultat før skatt	9 810 416	7 254 413	7 601 971	7 942 421	8 276 153	8 603 543	8 924 951	9 240 722	9 551 186	9 856 660
Skattekostnad på ordinært resu	2 746 916	2 031 236	2 128 552	2 223 878	2 317 323	2 408 992	2 498 986	2 587 402	2 674 332	2 759 865
Årsresultat	7 063 499	5 223 177	5 473 419	5 718 543	5 958 830	6 194 551	6 425 965	6 653 320	6 876 854	7 096 795

Som vi ser av tabell 20 ovenfor er det estimert fortsatt positiv økonomisk resultat for Polar Prawn AS også i budsjettperioden. Selskapets resultat vil imidlertid få en estimert reduksjon i årsresultatet for 2007 i forhold til 2006. Dette henger sammen med den estimerte økningen i netto finansposter for samme periode.

5.2.2 Estimering av kontantoverskudd til totalkapitalen

Som tidligere nevnt i oppgaven vil selskapets eiere og långivere være interessert i kontantoverskuddene selskapet genererer til totalkapitalen. Selskapets evne til å generere disse overskuddene til totalkapitalen vil være avgjørende for selskapets verdi. På bakgrunn av de forutsetninger som er gjort i dette kapitlet, vil jeg nå estimere selskapets fremtidige

kontantoverskudd til totalkapitalen. For å kunne beregne kontantoverskuddene må vi også ta hensyn til fremtidige investeringer og endringer i selskapets arbeidskapital.

Tabell 21: Prognostiserte årlige investeringer og endring i arbeidskapital for Polar Prawn AS.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sum varige driftsmidler	71 514 729	72 945 023	74 403 924	75 892 002	77 409 842	78 958 039	80 537 200	82 147 944	83 790 903
Årlige investeringer	1 402 250	1 430 295	1 458 900	1 488 078	1 517 840	1 548 197	1 579 161	1 610 744	1 642 959
Arbeidskapital	14 284 408	14 488 708	14 695 973	14 906 247	15 119 573	15 335 996	15 555 562	15 778 317	16 004 307
Endring i arbeidskapital	1 907 242	204 300	207 265	210 274	213 326	216 423	219 566	222 755	225 990

Som tabell 21 over viser er det prognostisert årlige økninger i både investeringer og arbeidskapital for Polar Prawn AS. Selskapets årlige investeringer vil i perioden 2007 til 2011 ligge mellom 1,4-1,6 mill. kroner, med en årlig økning på rundt 40 000 kroner. Selskapets arbeidskapital vil også, med unntak av 2007, ha årlige endringer på noe over 200 000 kroner. Da jeg nå har estimert selskapets årlige investeringer og endringer i arbeidskapitalen, kan jeg beregne fremtidig kontantoverskudd til selskapets totalkapital.

Tabell 22: Estimerte kontantoverskudd til totalkapitalen til Polar Prawn AS

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsresultat etter skatt	8 592 219	8 696 918	8 802 787	8 909 835	9 018 072	9 127 510	9 238 158	9 350 027	9 463 128
Avskrivninger	4 433 913	4 522 591	4 613 043	4 705 304	4 799 410	4 895 398	4 993 306	5 093 173	5 195 036
Investeringer	-1 402 250	-1 430 295	-1 458 900	-1 488 078	-1 517 840	-1 548 197	-1 579 161	-1 610 744	-1 642 959
Endring i arbeidskapital	-1 907 242	-204 300	-207 265	-210 274	-213 326	-216 423	-219 566	-222 755	-225 990
Kontantoverskudd til totalkapital	9 716 641	11 584 915	11 749 664	11 916 787	12 086 317	12 258 288	12 432 738	12 609 701	12 789 214

Som vi ser av tabell 22 over vil kontantoverskuddene til selskapets totalkapital har en positiv utvikling gjennom budsjettperioden, noe som da er positive nyheter både for eiere og långivere av Polar Prawn AS. Totalt sett er den estimerte økningen i kontantoverskuddet til totalkapitalen på rundt 3 mill. kroner.

5.3 Verdiberegning av Polar Prawn AS

Når jeg nå har estimert fremtidig kontantoverskudd til totalkapitalen i selskapet kan jeg matematisk beregne verdien på selskapets totalkapital. Dette gjøres ved hjelp av formelen:

$$Totalverdi = \frac{\sum_{t=1}^{t=T} KS(t)}{(1+k)^t} + \left[\frac{KS(T) \cdot (1+g)}{k-g} \right] \cdot \frac{1}{(1+k)^T}$$

T = antall år i budsjettperioden

k = avkastningskravet til totalkapitalen

g = forventet fremtidig vekst utover budsjettperioden

Avkastningskravet til totalkapitalen vil være lik WACC, som er beregnet til 7,45 %. Vekst utover budsjettperioden er forventet å bli lik Norges Banks forventede vekst i konsumprisindeksen på 2,5 % årlig.

Jeg starter med å beregne verdien av kontantoverskuddene for budsjettperioden:

$$\begin{aligned} & \frac{9\,716\,641}{(1+7,45\%)} + \frac{11\,584\,915}{(1+7,45\%)^2} + \frac{11\,749\,664}{(1+7,45\%)^3} + \frac{11\,916\,787}{(1+7,45\%)^4} + \frac{12\,086\,317}{(1+7,45\%)^5} \\ & + \frac{12\,258\,288}{(1+7,45\%)^6} + \frac{12\,432\,738}{(1+7,45\%)^7} + \frac{12\,609\,701}{(1+7,45\%)^8} = \underline{68\,493\,906} \end{aligned}$$

Finner så selskapets terminalverdi:

$$\left[\frac{12\,789\,214 \cdot (1+2,5\%)}{7,45\% - 2,5\%} \right] \cdot \frac{1}{(1+7,45\%)^9} = \underline{138\,522\,334}$$

Verdien av totalkapitalen i Polar Prawn AS beregnes da slik:

Verdi budsjettperioden	68 493 906 kr
+ Terminalverdi	<u>138 522 334 kr</u>
= Verdi totalkapital	<u>207 016 239 kr</u>

Verdien av totalkapitalen i Polar Prawn AS er beregnet til 207 mill. kroner. For å finne verdien av selskapets egenkapital må vi trekke selskapets rentebærende gjeld fra verdien av totalkapitalen. Da selskapet har bevegelig rente på sine lån forutsettes det at verdien av

rentebærende gjeld tilsvarer bokført verdi.

Verdien til selskapets egenkapital blir da:

Verdi totalkapital	207 016 239 kr
- Rentebærende gjeld	<u>108 315 386 kr</u>
= Verdi egenkapital	<u>98 700 853 kr</u>

Som vi ser er verdi av egenkapitalen til Polar Pranw AS beregnet til 98,7 mill. kroner, og gitt de parametrene som er utledet tidligere i oppgaven anser jeg denne som realistisk ut fra dagens situasjon. Dette er imidlertid ingen eksakt verdi, og i neste kapittel vil jeg gjøre en sensitivitetsanalyse for å belyse usikkerheten knyttet til dette verdianslaget.

6.0 Sensitivitetsanalyse

En verdivurdering av et selskapet vil bygge på mange usikre parametere som fremtidig fortjeneste, vekst, avkastningskrav osv. Dette er variabler som er fastsatt som skjønnsmessige vurderinger, på bakgrunn av den informasjonen som er tilgjengelig ved oppgavens utførelse. Derfor vil flere av variablene kunne endre seg i forhold til det som er lagt til grunn i prognosetiden. For å vise hvor stor usikkerhet som er knyttet til et slikt verdianslag er det derfor normalt å gjøre en sensitivitetsanalyse (Boye og Meyer 1998). En sensitivitetsanalyse vil vise hvordan verdianslaget på selskapets total kapital vil endres ved endring av variablene.

6.1 Endring i selskapets fremtidige vekst

Som tidligere nevnt vil det være vanskelig å estimere Polar Prawn AS fremtidig vekst. Nedenfor har jeg derfor gjort en analyse for å vise endringer på egenkapitalverdien i selskapet, dersom prognostisert vekstrate i inntekter for reker og hvitfisk, eller fremtidig vekst skulle endres i positiv eller negativ retning.

6.1.1 Endring av vekstrate for reker og hvitfisk i budsjettperioden

Tabell 23: Prosentvis endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av vekstrate for reker.

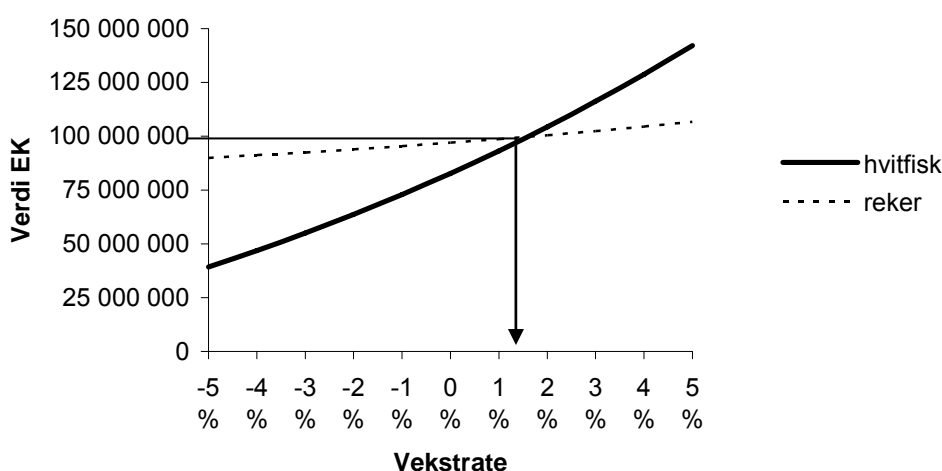
Fremtidig vekstrate for reker i %	-5 %	-3 %	-1 %	0 %	1 %	3 %	5 %
Ny verdi total kapital	198 228 514	200 795 806	203 711 330	205 312 388	207 016 239	210 755 638	214 978 857
Ny verdi EK	89 913 128	92 480 420	95 395 944	96 997 002	98 700 853	102 440 252	106 663 471
% endring fra opprinnelig EK-verdi	-8,9 %	-6,3 %	-3,3 %	-1,7 %	0,0 %	3,8 %	8,1 %

Tidligere i oppgaven ble det forutsatt en årlig vekstrate for selskapets rekeinntekter på 1 %. Som vis er av tabell 23 ovenfor vil selskapets egenkapital verdi endres lite dersom den forventede vekstraten for reker endres. Dersom det ikke vil forekomme noe vekst i selskapets rekeinntekter i budsjettperioden, ser vi at verdien på selskapets egenkapital bare vil reduseres med litt under 2 %. Dette fordi reker står for en relativt liten andel av selskapets totale driftsinntekter, og en reduksjon eller økning i disse vil ha relativt liten innvirkning på selskapets egenkapitalverdi, gitt at de andre parametrene holdes konstant.

Tabell 24: prosentvis endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av vekstrate for hvitfisk.

Fremtidig vekstrate for hvifisk i %	-5 %	-3 %	-1 %	0 %	1 %	3 %	5 %
Ny verdi totalkapital	147 615 672	163 369 680	181 260 582	191 085 364	201 540 926	224 487 478	250 402 965
Ny verdi EK	39 300 286	55 054 294	72 945 196	82 769 978	93 225 540	116 172 092	142 087 579
% endring fra opprinnelig EK-verdi	-60,2 %	-44,2 %	-26,1 %	-16,1 %	-5,5 %	17,7 %	44,0 %

Som vi ser av tabell 24 over vil verdien til selskapets egenkapital være mer følsom for endringer i fremtidig inntektsvekst for hvitfisk. Dersom veksten skulle komme til å bli 0,5 % lavere enn antatt, vil verdien på selskapets egenkapital reduseres med 5,5 %. Ved en eventuell negativ vekst på 1 % vil egenkapitalverdien bli over 26 % lavere enn beregnet. Nedenfor er denne analysen fremstilt grafisk, og skjæringspunktet mellom de to grafene er fremtidig vekstrate som er forutsatt tidligere i oppgaven.



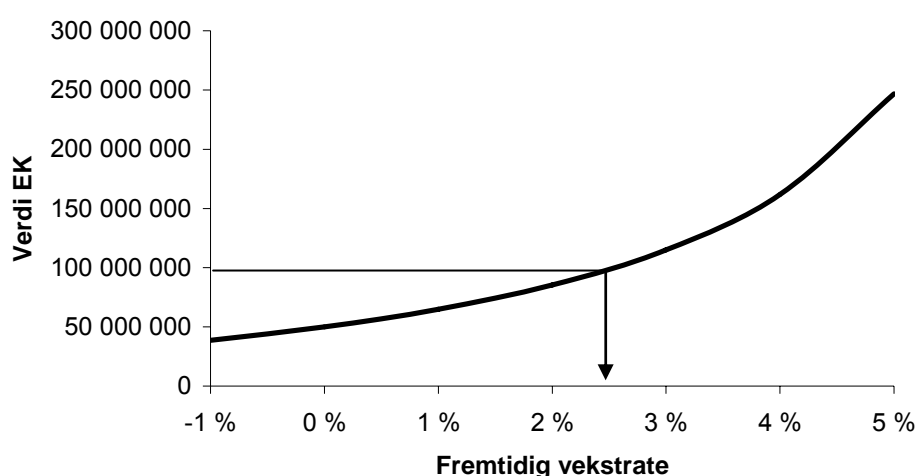
Figur 5: Grafisk fremstilling av endringen av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av vekstrate for hvitfisk og reker.

6.1.2 Endring av fremtidig vekstrate utover budsjettperioden

Tabell 25: Prosentvis endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av fremtidig vekstrate.

Fremtidig vekstrate	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
Ny verdi totalkapital	146 900 181	158 316 079	173 269 205	193 704 973	223 315 635	270 068 473	354 913 588
Ny verdi EK	38 584 795	50 000 693	64 953 819	85 389 587	115 000 249	161 753 087	246 598 202
% endring fra opprinnelig EK-verdi	-60,9 %	-49,3 %	-34,2 %	-13,5 %	16,5 %	63,9 %	149,8 %

Tidligere i oppgaven ble det forutsatt en fremtidig vekstrate etter budsjettperioden på 2,5 %. Som tabell 25 ovenfor viser, vil imidlertid selskapets egenkapitalverdi være meget følsom for små endringer i fremtidig vekstrate. Ved en endring på +/- 0,5 % vil verdien på egenkapitalen økes med 16,5 % til 115 mill. kroner, eller reduseres med 13,5 % til 85,4 mill. kroner. Dersom selskapet skulle komme i en situasjon hvor fremtidig vekst etter budsjettperioden er null, vil verdien av egenkapitalen i selskapet nesten halveres i forhold til beregnet verdi. Disse resultatene er fremstilt grafisk i figur 6 og hvor forventet fremtidig vekst på 2,5 % med tilhørende beregnet egenkapitalverdi på 98 700 853 er tegnet inn.



Figur 6: Grafisk fremstilling av endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av fremtidig vekstrate.

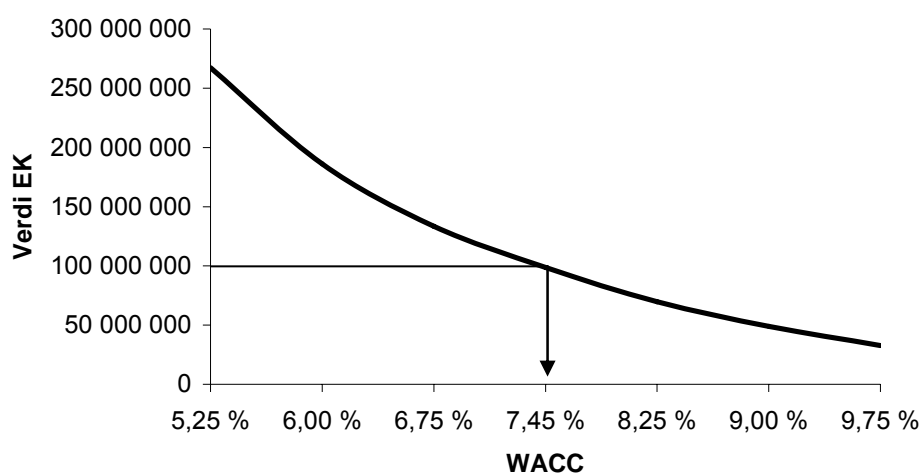
6.2 Endring i selskapets avkastningskrav

Tabell 26: Endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av selskapets avkastningskrav.

% endring i WACC	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %
Ny WACC	5,25 %	6,00 %	6,75 %	7,45 %	8,25 %	9,00 %	9,75 %
Ny verdi totalkapital	375 689 347	294 325 211	241 797 800	207 016 239	178 077 955	157 331 467	140 920 241
Ny verdi EK	267 373 961	186 009 825	133 482 414	98 700 853	69 762 569	49 016 081	32 604 855
% endring fra opprinnelig EK-verdi	170,9 %	88,5 %	35,2 %	0,0 %	-29,3 %	-50,3 %	-67,0 %

Da beta, markedets risikopremie, risikofri rente og selskapets lånerente inngår i WACC, vil endringer i WACC også kunne belyse hva som skjer dersom en av disse parametrene endres i enten positiv eller negativ retning. Som vi ser av tabell 26 ovenfor er verdien av egenkapitalen følsom for endringer i WACC, og da spesielt ved negative prosentvise endringer i WACC.

Dersom selskapets virkelige avkastningskrav skulle vise seg å bli 30 % lavere enn beregnet, vil egenkapitalen øke med 170,9 % i verdi. Det vil imidlertid være mest realistisk å forvente svingninger i WACC i intervallet +/- 10 %, men også disse relativt små endringene vil ha stor betydning for verdien av selskapets egenkapital. Skulle selskapets WACC bli 10 % lavere enn beregnet, ser vi at egenkapitalen i selskapet vil øke med litt over 35 % i verdi til 133 mill. kroner. Skulle derimot avkastningskravet ble 10 % større enn beregnet, vil selskapets egenkapital reduseres med nesten 30 % i verdi. Dette vises også grafisk i figur 6 nedenfor og hvor beregnet WACC på 7,45 % med tilhørende beregnet egenkapitalverdi på 98 700 853 er tegnet inn.



Figur 7: Grafisk fremstilling av endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av selskapets avkastningskrav.

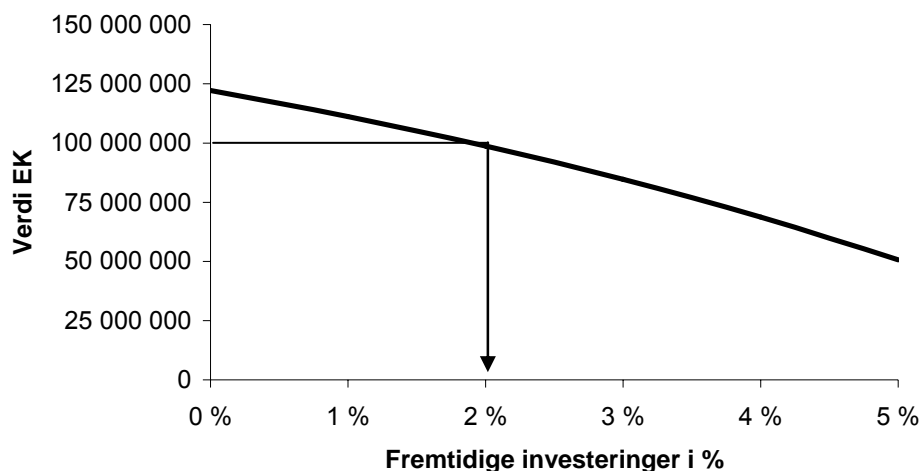
6.3 Endring i selskapets fremtidige investeringer

Tabell 27: Endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av fremtidige investeringer.

Fremtidige investeringer i %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
Gjennomsnittlig årlige investeringer	0	729 834	1 519 825	2 374 267	3 297 716	4 294 999
Ny verdi totalkapital	230 385 561	219 453 670	207 016 239	192 921 762	177 006 887	159 095 687
Ny verdi EK	122 070 175	111 138 284	98 700 853	84 606 376	68 691 501	50 780 301
% endring fra opprinnelig EK-verdi	23,7 %	12,6 %	0,0 %	-14,3 %	-30,4 %	-48,6 %

Tidligere i oppgaven ble det forutsatt at selskapets årlige investeringer ville være 2 % av varige driftsmidler, noe som ga en egenkapitalverdi på 98 700 853 kroner. Som tabell 27

ovenfor viser, vil imidlertid dette estimatet være følsom for endringer i selskapets investeringer. Ved en reduksjon i årlige investeringer på 1 %, ser vi at verdien på selskapets egenkapital vil endre seg med 12,6 %, til 219,4 mill. kroner. Skulle derimot selskapets årlige innvesteringer øke med 1 %, vil verdien til egenkapitalen reduseres med over 14 %, til 84,6 mill. kroner. Disse resultatene er også fremstilt grafisk i figur 8, og hvor prognostisert fremtidige investeringer på 2 % av varige driftsmidler, med tilhørende egenkapitalverdi på 98 700 853 kroner er tegnet inn.



Figur 8: Grafisk fremstilling av endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring i fremtidige investeringer.

6.4 Endring av selskapets fangstgrunnlag

Polar Prawn AS fremtidige inntjening vil også avhenge av selskapets fremtidige fangstgrunnlag. For hvitfisk beregnes selskapets kvote ut fra totalkvoten for trålflåten, som fastsettes av myndighetene. I rekefisket ikke er kvoter, men lønnsomheten av de fangstrater som oppnåes. Selskapets lønnsomhet vil derfor påvirkes av størrelsen på fremtidige hvitfiskkvoter og fangstratene som oppnåes i rekefisket. Nedenfor vil jeg gjøre en analyse av hvor følsom egenkapitalverdien til Polar Prawn AS er for endringer i fangstmengde for reker og hvitfisk.

6.4.1 Endring av kvotestørrelse for hvitfisk

Tabell 28: Endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av selskapets totalkvote for hvitfisk.

% endring av totalkvoten for hvitfisk	-30 %	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %	30 %
Ny totalkvote	2 627 331	3 002 664	3 377 997	3 565 664	3 753 330	3 940 997	4 128 663	4 503 996	4 879 329
Ny verdi totalkapital	155 569 684	175 237 958	189 867 388	198 441 839	207 016 239	215 590 690	224 165 091	241 313 943	258 462 794
Ny verdi EK	47 254 298	66 922 572	81 552 002	90 126 453	98 700 853	107 275 304	115 849 705	132 998 557	150 147 408
% endring fra opprinnelig EK-verdi	-52,1 %	-32,2 %	-17,4 %	-8,7 %	0,0 %	8,7 %	17,4 %	34,7 %	52,1 %

Tidligere i oppgaven ble det forutsatt at selskapets totalkvote for hvitfisk ville ligge på dagens nivå 3 753 330 kilo. Denne kan totalkvoten vil sannsynligvis komme til å variere noe i fremtiden, og i tabellen ovenfor vises det hvor følsom selskapets egenkapitalverdi er for endringer i hvitfisk kvoten. En reduksjon i kvotestørrelse vil for eksempel kunne forekomme som et resultat av overfiske, men en økning i selskapets kvotestørrelse kan skje ved uttak av fartøy fra flåten. Som vi ser av tabell 28 ovenfor vil en endring på +/- 5 % i selskapets totalkvote for hvitfisk resultere i at egenkapitalverdien øker eller reduseres med 8,7 %. Ved en endring i hvitfisk kvoten på +/- 10 % vil verdien på egenkapitalen i selskapet endres med nesten 17,5 %. Disse resultatene er også fremstilt grafisk i figur 8 i neste avsnitt, og hvor dagens hvitfisk kvote på 3 750 tonn med tilhørende egenkapitalverdi på 98 700 853 kroner er tegnet inn.

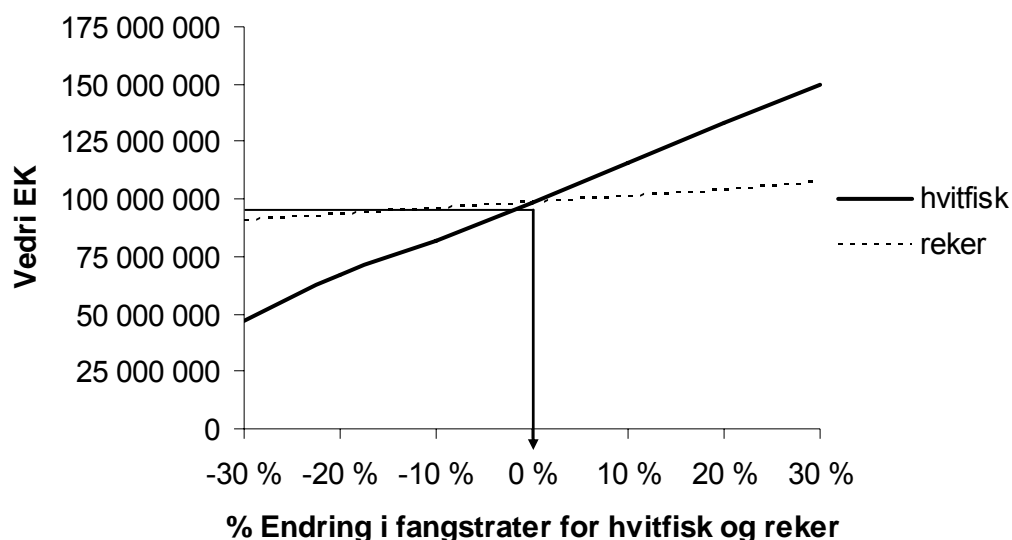
6.4.2 Endring av fangstrater i rekefisket

Tabell 29: Endring av EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring i fangstrate i rekefisket.

% endring av fangstrater i rekefisket	-30 %	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %	30 %
Fangstrate pr. døgn	8 050	9 200	10 350	10 925	11 500	12 075	12 650	13 800	14 950
Ny verdi totalkapital	198 900 125	201 605 496	204 310 868	205 663 554	207 016 239	208 368 925	209 721 611	211 721 233	215 132 354
Ny verdi EK	90 584 739	93 290 110	95 995 482	97 348 168	98 700 853	100 053 539	101 406 225	103 405 847	106 816 968
% endring fra opprinnelig EK-verdi	-8,2 %	-5,5 %	-2,7 %	-1,4 %	0,0 %	1,4 %	2,7 %	4,8 %	8,2 %

Som tidligere nevnt er ikke rekefisket kvoteregulert, men selskapets lønnsomhet vil påvirkes av fangstratenes størrelse (fangst pr. døgn). En fangstrate på mellom 10 000 – 12 000 kilo i døgnet blir ansett som bra. Etersom rekefisket pr. i dag står for en relativt liten andel av selskapets totale inntekter, vil egenkapitalverdien i selskapet totalt sett også være mindre

følsom for endringer i fangstratene i rekefisket. Ved en endring i dagens fangstrate på +/- 10 % vil egenkapitalverdien bare økes eller reduseres med 2,7 %. Disse resultatene er også fremstilt grafisk i figur 9, og hvor dagens fangstrate på 11 500 kilo pr. døgn er tegnet inn.



Figur 9: Figuren viser endring i EK-verdi for Polar Prawn AS ved endring av selskapets hvitfisk kvote eller fangstrate i rekefisket.

Selv om egenkapitalverdien i henhold til beregningene ovenfor er mindre følsom for endringer i fangstratene i rekefisket, vil det på bakgrunn av de lave marginene i rekefisket være naturlig i anta at lønnsomheten i rekefisket vil være mer følsom for svingninger i fangstrater, enn hva tilfellet er for kvitfisk.

6.5 Sensitivitetsanalyse med hensyn på rekefisket

Som tidligere nevnt opererer Polar Prawn AS med betydelig bedre driftsmarginer i torskefisket, enn i rekefisket. I den videre analysen vil jeg derfor konsentrere meg om selskapets rekefiske, og tar utgangspunkt i selskapets rekefiske i 2006. Lønnsomheten i rekefisket vil påvirkes av flere faktorer så jeg vil nå gå gjennom de ulike parametrene og se hvor store endringer i de ulike lønnsomhetsparametrene selskapet klarer før de vil gå med underskudd. Jeg har konsentrert meg om endringer i bunkerspris, rekepris og fangstrater.

I den videre bergningen har jeg forutsatt at mannskapet skal ha en lott på 32,5 % av selskapets driftsinntekter. Som tidligere nevnt har selskapet høyere bunkersforbruk under rekefisket enn i torskefisket, og avhengig av vær og vind brukes mellom 12 000-14 000 liter bunkers i døgnet under rekefisket. Jeg har derfor forutsatt et forbruk på 13 000 liter i døgnet. Selskapets fangstrater vil også variere veldig avhengig av tilgjengelighet på reker, men fangstrater på mellom 10 000 kg – 12 000 kg i døgnet blir ansett som godt fiske. Jeg har forutsatt en fangstrate på 11 500 kg pr. døgn. Bunkersprisen er forutsatt til 4 kroner pr. liter, mens rekeprisen er satt lik gjennomsnittsprisen for reker til pilling i 2006 som var 9,37 kroner pr. kilo. Det bør for øvrig nevnes at selskapet i 2006 kun hadde to reketurer, da de anså lønnsomheten som dårlig, og prioriterte istedenfor fangst av hvitfisk. Beregnet fangstkvantum for Polar Prawn AS i 2006 er derfor bare 750 tonn.

6.5.1 Endring i bunkerspris

Tabell 30: Endringer i driftsresultat for Polar Prawn AS ved økning i bunkerspris (alt annet konstant).

% økning i bunkerspris	2006	1%	3%	5%	7%	10%	15%	20%	30%	50%
Beregnet bunkerspris	4,00	4,04	4,12	4,20	4,28	4,40	4,60	4,80	5,20	6,00
Driftsinntekter	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075
Drivstoff	3 380 000	3 413 800	3 481 400	3 549 000	3 616 600	3 718 000	3 887 000	4 056 000	4 394 000	5 070 000
Driftskostnader	5 656 324	5 690 124	5 757 724	5 825 324	5 892 924	5 994 324	6 163 324	6 332 324	6 670 324	7 346 324
Driftsresultat	1 347 751	1 313 951	1 246 351	1 178 751	1 111 151	1 009 751	840 751	671 751	333 751	-342 249

Som vi ser av tabell 30 ovenfor hadde Polar Prawn AS i 2006 et driftsresultat i rekefisket på nesten 1,35 mill. kroner, med en bunkerspris på 4,00 kroner pr. liter. Dersom alle andre faktorer holdes konstant vil Polar Prawn AS klare en økning i bunkerspris på i underkant av 50 % før de genererer negativt driftsresultat i rekefisket. Selskapet hadde imidlertid totale finansielle kostnader på 3,3 mill. kroner i 2006, som også må dekkes av driftsresultatet. Ettersom selskapet i utgangspunktet skulle fiske reker halve året, kan vi anta at rekefisket skal generere dekningsbidrag som skal dekke halvparten av de totale finanskostnadene. Dersom denne forutsetningen legges til grunn, vil ikke selskapet tåle en økning i bunkersprisen før rekefisket blir ulønnsomt for selskapet, gitt at alle andre faktorer holdes konstant.

Ettersom selskapet imidlertid oppnår betydelig bedre marginer i torskefisket enn i rekefisket kan det være naturlig å anta at selskapets finansielle kostnader ikke dekkes med 50/50 mellom

reke- og torskefiske. Dersom vi heller antar at rekefisket skal dekke rundt 1 mill. kroner av de totale finanskostnadene, vil selskapet tåle en økning i bunkersprisen på 10 % før rekefisket ikke lenger er lønnsomt. En slik situasjon vil, på samme måte som dagens situasjon, ikke generere noen overskudd til selskapet etter at kostnadene er betalt.

Det kan også være interessant å analysere lønnsomheten i rekefisket dersom en reduksjon i bunkersprisene skulle forekomme. Resultatene av denne analysen er vist i tabell 31 nedenfor.

Tabell 31: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved reduksjon av bunkersprisen (alt annet konstant).

% reduksjon i bunkerspris	2006	1 %	3 %	5 %	7 %	10 %	15 %	20 %	30 %	50 %
Beregnet bunkerspris	4,00	3,96	3,88	3,80	3,72	3,60	3,40	3,20	2,80	2,00
Driftsinntekter	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075	7 004 075
Drivstoff	3 380 000	3 346 200	3 278 600	3 211 000	3 143 400	3 042 000	2 873 000	2 704 000	2 366 000	1 690 000
Driftskostnader	5 656 324	5 622 524	5 554 924	5 487 324	5 419 724	5 318 324	5 149 324	4 980 324	4 642 324	3 966 324
Driftsresultat	1 347 751	1 381 551	1 449 151	1 516 751	1 584 351	1 685 751	1 854 751	2 023 751	2 361 751	3 037 751

Som tabell 31 ovenfor viser, vil Polar Prawn AS bedre lønnsomheten betraktelig dersom bunkersprisene reduseres. For at selskapet skal kunne overleve kun av rekefisket må bunkersprisen halveres i forhold til dagens nivå. Ved en halvering av dagens bunkerspris vil selskapet oppnå et driftsresultat på 3 mill. kroner dersom alt annet holdes konstant, noe som vil dekke store deler av selskapets finanskostnader. Det er imidlertid urealistisk å tro på en stor reduksjon i bunkersprisene, da etterspørselen etter olje er så stor. Det ansees i tillegg som lite sannsynlig at OPEC¹¹ vil øke produksjonen av råolje for å redusere prisene.

6.5.2 Endring i rekeprisen

Dersom vi da ser bort fra muligheten selskapet har ved å øke andelen fiskerettigheter vil selskapets fremtidige inntjening kun avhenge av prisutviklingen på reker og hvitfisk. For reker ble det tidligere i oppgaven antatt en årlig stigning i rekeinntektene på 1 %, da mulighetene for umiddelbar vekst i rekeindustrien ble ansett som lite sannsynlig. En kan imidlertid tenke seg en situasjon der de gjenværende båtene vil klare å oppnå en høyere rekepris enn antatt, da etterspørselen i perioder kan være høyere enn tilbudet. Likeså kan man

¹¹ OPEC = Organization of the Petroleum Exporting Countries (Organisasjonen av oljeeksporterende land).

tenke seg at nedgangen i rekeindustrien, vil fortsette og at rekeprisen synker til lavere nivå enn det som er forutsatt i verdiberegningen. Nedenfor har jeg gjennomført en sensitivitets analyse for å vise hvor følsom Polar Prawn AS driftsresultat er for endringer i rekeprisen.

Tabell 32: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved reduksjon i rekepris (alt annet konstant).

% reduksjon i rekepris	2006	1 %	3 %	5 %	7 %	10 %	15 %	20 %	30 %	50 %
Beregnet rekepris	9,37	9,28	9,09	8,90	8,71	8,43	7,96	7,50	6,56	4,69
Driftsinntekter	7 004 075	6 934 034	6 793 953	6 653 871	6 513 790	6 303 668	5 953 464	5 603 260	4 902 853	3 502 038
Drivstoff	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000
Driftskostnader	5 656 324	5 633 561	5 588 035	5 542 508	5 496 982	5 428 692	5 314 876	5 201 060	4 973 427	4 518 162
Driftsresultat	1 347 751	1 300 473	1 205 918	1 111 363	1 016 808	874 976	638 588	402 201	-70 575	-1 016 125

Driftsresultatet til Polar Prawn AS er følsomt for endringer i rekeprisen, men vil tåle et prisfall på 30 % før selskapet generere negativt driftsresultat i rekefisket. Ser vi derimot på det driftsresultat som genereres i forhold til finanskostnadene i selskapet, må det kunne sies at selskapet ikke tåler nedgang i rekeprisene. Dette spesielt dersom vi gjør samme forutsetning som tidligere, at rekefisket skal dekke halvparten av finanskostnadene. Dersom en lavere andel av finanskostnadene skal dekkes av inntekter fra rekefisket, vil selskapet kunne tåle et lite fall i rekeprisen på rundt 5 % til 7 % (se kommentar under 8.4.1). Dagens lønnsomhet i rekefisket generer bare minimale inntekter til selskapet etter at finanskostnader er dekket, noe som også kan forventes å fortsette i fremtiden dersom ikke rekeprisen økes.

Tabell 33: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved økning i rekeprisen (alt annet konstant).

% økning i rekepris	2006	1 %	3 %	5 %	7 %	10 %	15 %	20 %	30 %	50 %
Beregnet rekepris	9,37	9,46	9,65	9,84	10,03	10,31	10,78	11,24	12,18	14,06
Driftsinntekter	7 004 075	7 074 116	7 214 197	7 354 279	7 494 360	7 704 483	8 054 686	8 404 890	9 105 298	10 506 113
Drivstoff	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000
Driftskostnader	5 481 223	5 502 235	5 544 259	5 586 284	5 628 308	5 691 345	5 796 406	5 901 467	6 111 589	6 531 834
Driftsresultat	1 522 853	1 571 881	1 669 938	1 767 995	1 866 052	2 013 138	2 258 280	2 503 423	2 993 708	3 974 279

Som vi ser av tabell 33 over vil en økning i rekeprisen slå meget positivt ut for Polar Prawn AS dersom alt annet holdes konstant. En økning i rekeprisen på mellom 10 % og 15 % vil øke selskapets fortjeneste betraktelig i forhold til i dag. Som tidligere nevnt vil rekeprisen kunne stige ved økende etterspørsel. I skrivende stund har rekeprisen økt som følge av dette og

omsettes nå for rundt 12,5 kroner pr. kilo (Råfisklaget 04.05.07). For fremtiden vil en derfor kunne tenke seg at gjennomsnittsprisen på reker vil kunne stige med mellom 10-15 %.

6.5.3 Endring i fangstrate

Tabell 34: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved endring av fangstrater i rekefisket (alt annet konstant).

% reduksjon i fangstrate	2006	1%	3%	5%	7%	10%	15%	20%	30%	50%
Beregnet fangstrate	11 500	11 385	11 155	10 925	10 695	10 350	9 775	9 200	8 050	5 750
Driftsinntekter	7 004 075	6 934 034	6 793 953	6 653 871	6 513 790	6 303 668	5 953 464	5 603 260	4 902 853	3 502 038
Drivstoff	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000
Driftskostnader	5 656 324	5 690 124	5 757 724	5 825 324	5 892 924	5 994 324	6 163 324	6 332 324	6 670 324	7 346 324
Driftsresultat	1 347 751	1 243 910	1 036 228	828 547	620 865	309 343	-209 861	-729 064	-1 767 472	-3 844 287

Som vi ser av tabell 34 ovenfor hadde Polar Prawn AS i 2006 et driftsresultat i rekefisket på 1,3 mill. kroner, når fangstraten lå på rundt 11 500 kilo i døgnet. Dersom alle andre faktorer holdes konstant, ser vi av tabellen at selskapet vil kunne tåle en reduksjon i fangstrater på rundt 12-13 %, til 10 000 kilo i døgnet før de driftsmessig går med undreskudd. I en eventuell slik situasjon, vil det imidlertid være et alternativ å legge båten til kai istedenfor å fiske reker. Med det driftsresultatet som genereres fra rekefisket i 2006, oppnår ikke selskapet noen ekstrafortjeneste fra rekefisket etter at selskapets faste kostnader er dekket. I denne situasjonen er det derfor et null profitt fiske.

Med redusert lønnsomhet eller eventuell uttak av overkapasitet i flåten, vil en derimot kunne tenke seg en situasjon der fangstratene og lønnsomheten for de gjenværende fartøyene bedre seg. I tabell 35 nedenfor vises det hvordan selskapets driftsresultat i rekefisket endres ved økning i fangstraten.

Tabell 35: Endring i driftsresultat for Polar Prawn AS ved økning av fangstraten i rekefisket (alt annet konstant).

% økning i fangstrate	2006	1%	3%	5%	7%	10%	15%	20%	30%	50%
Beregnet fangstrate	11 500	11 615	11 845	12 075	12 305	12 650	13 225	13 800	14 950	17 250
Driftsinntekter	7 004 075	7 074 116	7 214 197	7 354 279	7 494 360	7 704 483	8 054 686	8 404 890	9 105 298	10 506 113
Drivstoff	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000	3 380 000
Driftskostnader	5 656 324	5 690 124	5 757 724	5 825 324	5 892 924	5 994 324	6 163 324	6 332 324	6 670 324	7 346 324
Driftsresultat	1 347 751	1 383 991	1 456 473	1 528 954	1 601 436	1 710 158	1 891 362	2 072 566	2 434 973	3 159 788

Som vi ser av tabell 35 ovenfor, vil selskapets driftsresultat ha en positiv utvikling ved økende fangstrate. En økning i fangstraten på 10 % vil for eksempel øke selskapets driftsresultat med litt over 360 000 kroner. Jeg antar likevel at fangstratene ikke vil øke så mye på kort sikt, men heller svinge med +/- 5 %. Denne økningen vil øke selskapets driftsresultat til 1,5 mill. kroner, men gitt at alt annet holdes konstant vil rekefisket fremdeles ikke generere ekstra profitt etter dekking av de faste kostnadene.

7.0 Diskusjon

I denne mastergradsoppgaven har jeg gjort et forsøk på å verdsette trålrederiet Polar Prawn AS. Jeg har benyttet meg av totalkapitalmetoden som er en kontantstrømbasert metode, og hvor verdien av selskapets egenkapital beregnes på grunnlag av forventet fremtidig inntjening. Da det er selskapets fremtidige kontantoverskudd som vil generere verdier, vil verdien av Polar Prawn AS vil avhenge av ledelsens evne til å generere disse fremtidige kontantoverskuddene på bakgrunn av de ressursene de har til disposisjon.

For Polar Prawn AS vedkommende ble det, med de forutsetninger som ble gjort tidligere i oppgaven, beregnet en verdi på selskapets egenkapital på 98,7 mill. kroner. Det vil imidlertid være knyttet usikkerhet til dette estimatet. Spesielt ettersom selskapets fremtidige inntjening er vanskelig å prognostisere, på grunn av at usikkerheten knyttet til fremtidige pengestrømmer og avkastningskrav ofte er betydelige. I sensitivitetsanalysen ble det gjort en analyse av denne usikkerheten. Her ble blant annet avkastningskravet endret for å vise hvilke effekt dette hadde på verdien av selskapets egenkapital. For avkastningskravet er det viktig å nevne at dette ofte er en skjønnsmessig vurdering, og derfor ingen eksakt matematisk verdi. For Polar Prawn AS var spesielt avkastningskravet til egenkapitalen vanskelig i fastslå. Da Polar Prawn AS ikke er et børsnotert selskap, og det ikke lot seg gjøre å finne sammenlignbare selskaper på børsen, ble derfor avkastningskravet til egenkapitalen fastsatt til 15 %, etter en skjønnsmessig vurdering, og ikke beregnet ved hjelp av kapitalverdimodellen. Det kan derfor diskuteres om dette avkastningskravet ble satt noe høy i forhold til den risikoen eierne påtar seg. Dersom denne for eksempel ble nedjustert til 12,6 %, ville selskapet fått en ny WACC på 6,75 % (- 10 %). Dette ville, som vi ser av sensitivitetsanalysen, gitt en økning i egenkapitalverdien til selskapet på nesten 35 mill. kroner. Dette illustrerer noe av usikkerheten som oppstår ved verddivurderinger.

En annen svakhet ved totalkapital modellen, er beregning av selskapets totalverdi ved hjelp av terminalverdeberegning for tiden etter budsjettperioden. Selskapets totalverdi ble beregnet til 207 mill. kroner, og av dette utgjorde terminalverdien 138,5 mill. kroner. Dermed utgjør terminalverdien nesten 67 % av estimert totalverdi for Polar Prawn AS. Ettersom terminalverdien utgjør en så stor andel av selskapets totalverdi, vil verdiestimatet være meget følsom for endringer i fremtidigvekstrate. Tidligere i oppgaven ble det forutsatt en fremtidig konstant vekst etter budsjettperioden på 2,5 %. Som vi ser ut av sensitivitetsanalysen vil

verdien på selskapet endres mye dersom fremtidig vekst blir større eller mindre enn antatt. For eksempel vil en reduksjon i fremtidig vekst på 0,5 % redusere selskapets egenkapitalverdi verdi med over 13 %.

Den fremtidige veksten til selskapet vil for øvrig sterkt avhenge av utviklingen for reker og hvitfisk. For hvitfisk vil jeg anta at dette fisket også i fremtiden vil generere gode marginer for selskapet. Av fremtidig inntjening for Polar Prawn AS tror jeg derfor det vil være rettet størst usikkerhet til utviklingen i rekefisket. Som tidligere nevnt har det vært dårlig lønnsomhet i rekefisket i langere tid, og for fremtiden forventet jeg bare en vekst på 1 %. Den dårlige lønnsomheten i rekefisket har også gjort at Polar Prawn AS ikke har prioritert dette, men heller valgt å fiske etter arter som genererer bedre dekningsbidrag for selskapet. For Polar Prawn AS vedkommende vil jeg anta at de også i fremtiden kommer til å delta i rekefisket, men dersom lønnsomheten ikke bedres i forhold til dagens nivå, vil de sannsynligvis bare gjennomføre to til tre reketurer i året. Man kan imidlertid tenke seg at en redusert deltakelse i rekefisket vil kunne bidra til øke lønnsomheten for de resterende fartøyene, da for eksempel fangstrater pr. døgn vil kunne økes for de resterende aktørene. Dersom en oppgangstid i rekefisket skulle forekomme, vil jeg anta at Polar Prawn AS øker sine rekeinntekter i fremtiden, utover den forventede veksten på 1 %. Som nevnt i innledningen var utgangspunktet at reker skulle stå for 70 % av inntektene da fartøyet ble levert i 2001. I 2006 utgjorde reker bare 15 % av selskapets driftsinntekter, men ved en eventuell oppgangstid og bedret lønnsomhet, ser jeg ikke bort i fra at denne andelen kan økes til opp mot 35 % til 40 %.

En bedret lønnsomhet i rekefisket vil også kunne endre selskapets fangstmønster i fremtiden. Med en betydelig lønnsomhetsøkning og økning av selskapets rekefangster, vil vi kunne tenke oss en situasjon der Polar Prawn AS prioriterer rekefisket fremfor enkelte fiske arter. Spesielt gjelder dette for selskapets sei kvote sør for 62°N. Da det vil være kortere vei til rekefeltene i Barentshavet vil det kunne være mest lønnsomt å fiske reker fremfor sei sør for 62°N.

Ser vi på verdianslaget for Polar Prawn AS i forhold til bokført verdi av totalkapitalen er differansen stor. Verdiberegningen viste en estimert total kapital på 207 mill. kroner, mens bokført verdi av selskapets total kapital bare lyder på 162 mill. kroner. Da det finnes et godt fungerende andrehåndsmarked for fiskefartøy både med og uten fiskerettigheter, har nok dette markedet bidratt til skjulte verdier i balansen til Polar Prawn AS. Disse skjulte verdiene er i

hovedsak forventet å være relatert til selskapets fiskerettigheter. Nedenfor har jeg gjort en enkel analyse for å finne et anslag på verdien av selskapets fiskerettigheter.

Tabell 36: Balanse for Polar Prawn AS og estimering av skjult verdi i selskapets fiskerettigheter (i mill. kroner)..

Balanse Polar Prawn AS			
Bokført verdi fiskekvoter	42,9	108,3	Rentebærende gjeld
<i>Estimert skjult verdi</i>	<u>44,8</u>		
Varige driftsmidler	70,1	98,7	Estimert verdi EK
Finansielle eiendeler	19,4		
Omløpsmidler	29,8		
Estimert verdi totalkapital	207,0	207,0	Estimert verdi totalkapital

Som vi ser av tabell 36 ovenfor, er det ut fra mine beregninger estimert en skjult verdi i selskapets fiskerettigheter på 44,8 mill. kroner. På bakgrunn av de forutsetninger som er gjort tidligere i oppgaven, betyr dette at den reelle verdien på selskapets fiskerettigheter er nesten 88 mill. kroner. Med et begrenset antall fiskekvoter i omløp på markedet, vil jeg imidlertid anta at den estimert verdien på fiskerettighetene kan bli noen høyere, men at den vil ligge på mellom 88 mill. kroner til 100 mill. kroner.

Et element som imidlertid vil kunne virke negativt inn på verdien av selskapets fiskerettigheter, og dermed også totalkapitalverdien for Polar Prawn AS, er regjeringens strukturmelding om tidsavgrensning i fiskekvotene. Som tidligere nevnt må selskapet i år 2033 gi avkall på 0,57 av sin totale hvitfiskkvote på 1,57. Dersom vi da antar at dette blir tilfellet, og Polar Prawn AS pr. 1.1.2033 må redusere hvitfiskkvoten sin til 1,0, vil det kunne tenkes at betalingsvilligheten hos en eventuell kjøper vil reduseres etter hvert som selskapet nærmer seg år 2033. Ser vi imidlertid på de politiske rammebetingelsene for fiskerinæringen de siste 20 årene, har det vært stadige endringen og en generell mangel på stabilitet. Bare de siste årene har det vært stor uenighet om strukturkvoter skulle gjøres evigvarende eller ikke. Derfor, 25 år er veldig lang tid i fiskerisammenheng, og et eventuelt regjeringsskifte i fremtiden vil kunne endre på dagens kvotesituasjon, men inntil videre skal altså deler av fartøyenes kvoter tilfalle staten i år 2033.

Som vi har sett i denne analysen leverer Polar Prawn AS gode resultater sammenlignet med gjennomsnittet for fartøygruppen. Dette vil være en styrke for selskapet som bidrar til å øke

verdien på selskapet. Jeg vil imidlertid nevne at den kunnskap og kompetanse selskapets eiere og ledelse sitter på, har vært avgjørende for de resultater som er generert i selskapet, og at mye av denne verdien kan tilskrives goodwill. Ved et eventuelt salg av selskapet, der ledelsen ikke følger med videre, vil en kunne vente at selskapet ikke lenger vil generere like gode resultater. Dersom kjøper er bevist på denne goodwill som finnes i selskapet, vil de kunne sette en klausul i kjøpekontrakten som binder ledelsen til selskapet for en tidsbestemt periode etter salget. På denne måten kan den nye kjøper hindre at alt goodwill går tapt.

Som tidligere nevnt er ikke verdsettelse av bedriften noen eksakt vitenskap, og i en eventuell salgsprosess er det flere elementer som vil kunne påvirke den prisen selger klarer å oppnå. Ofte er det i tillegg slik at kjøper og selger vil vektlegge troen på fremtiden forskjellig. Mens selger vil vektlegge elementer som er en styrke for bedriften, og ofte argumentere for et optimistisk syn på fremtiden med gode muligheter for inntjening. Vil kjøper kunne ha et noe mer nøkternt inntrykk av forventet fremtidig inntjening, og heller vektlegge de sider som er en svakhet for selskapet. For Polar Prwan AS vedkommende vil, som tidligere nevnt, kjøperens betalingsvillighet for selskapet kunne reduseres etter hvert som konsesjonenes ”levetid” reduseres.

Forhandlingsposisjonen mellom partene vil også kunne være av avgjørende betydning for den prisen selger klarer å oppnå. Dersom det haster for selger å få solgt selskapet, enten av tidsmessige eller kontantmessige årsaker, kan han eller hun være villig til å gi betydelige rabatter til kjøper. For selger kan det være en fordel om kjøper ønsker oppkjøp av strategiske grunner, som for eksempel økte markedsandeler. I slike tilfeller vil kjøper kunne øke sin betalingsvillighet. Da Polar Prawn AS pr. i dag har mulighet for å øke sine fiskerettigheter, kan vi tanke oss at en kjøper vil kunne ha kvotestrukturering som mulig motiv for oppkjøp, noe som vil øke kjøpers betalingsvillighet.

Som vi har sett i denne analysen finnes det ikke noe fasitsvar på verdien av et selskap, men prisen avhenger til slutt bare av hva selger forlanger og kjøper ønsker i gi. Den reelle verdien av selskapet er derfor den verdien både selger og kjøper kan enes om.

8.0 Konklusjon

Målsettingen med denne oppgaven var å gjøre en verdivurdering av Polar Prawn AS, med utgangspunkt i selskapets regnskaper. Videre ble det gjort en analyse av situasjonen og utviklingen for norsk rekeindustri og rekeflåte. Polar Prawn AS fartøy, M/Tr. Rosvik, ble sammenlignet med gjennomsnittet for fartøygruppen, for på den måten å finne selskapets strategiske posisjon. På bakgrunn av denne analysen og regnskapsinformasjon ble det utviklet et fremtidsregnskap for perioden 2007-2015 som basis for senere verdiberegning.

Polar Prawn AS er et Tromsø rederi og er eiere av båten M/Tr. Rosvik. Båten er en rundfrysetrøler og har både reketrål- og torsketrålkonsesjon, og ble bygget i år 2000. Lønnsomheten i den norske rekeflåten har de siste årene vært meget dårlig, grunnet den lave råstoffprisen på reker. Sammenlignet med andre småtrålere har likevel Polar Prawn AS og M/Tr. Rosvik levert gode resultater for de siste driftsår, og har oppnådd betydelig bedre driftsmarginer sammenlignet med gjennomsnittet for fartøygruppen.

Det er ikke uten videre enkelt å si hva som gjør at Polar Prawn AS oppnår bedre resultater enn gjennomsnittet for fartøygruppen. Jeg vil likevel peke på to faktorer som jeg mener har vært avgjørende for dette, goodwill og økning av fiskerettigheter for hvitfisk. Selskapets eiere og ledelse har god kunnskap om fiskerinæringen og hva som kreves for å oppnå god lønnsomhet på langsikt. Dette var en av grunnene til at de tidlig gikk inn og økte andelen fiskerettigheter. Ved nedgang i rekefisket kunne selskapet nå kompensere for inntektstapet ved å øke fangsten etter hvitfisk. Denne fleksibilitetsevnen har nok uten tvil vært avgjørende for de gode resultatene som selskapet har generert.

Verdien av totalkapitalen i Polar Prawn AS ble ved bruk av totalkapitalmetoden beregnet til 207 mill. kroner. Av denne verdien utgjør selskapets fiskerettigheter nesten halvparten. Der er imidlertid viktig å nevne at både fastsettelsen av avkastningskrav og fremtidig utvikling for Polar Prawn AS, til dels vil være basert på mine subjektive forutsetninger og vurderinger. Verdianslaget jeg da kom frem til vil følgelig ikke være et fasitsvar på verdien av Polar Prawn AS. Usikkerheten rundt mitt verdianslag ble belyst i sensitivitetsanalysen.

Bokført verdi av selskapets fiskerettigheter er 43 mill. kroner, men i forhold til totalkapitalens verdianslag på 207 mill. kroner ble det beregnet en skjult verdi i disse på 45 mill. kroner. Sett

i forhold til markedssituasjonen for fiskerettigheter ble det anslått en reell verdi for selskapets fiskerettigheter på mellom 88 mill. kroner og 100 mill. kroner.

I forhold til min problemstilling har jeg i denne oppgaven vist at verdiestimatet på selskapet vil kunne variere mye ved endring av forutsatte parametere. En verdivurdering alltid vil basere seg på noe skjønn. En eksakt verdi for Polar Prawn AS vil derfor være meget vanskelig å fastslå, og er i bestefall kvalifisert gjetning. Jeg synes likevel at en total kapitalverdi på 207 mill. kroner og en egenkapitalverdi på 98 mill. kroner vil høres rimelig ut for et selskap som Polar Prawn AS.

Kildeliste

Rapporter

Aschan, Michaela (2006). Havets ressurser og miljø 2006. Side 63-66, Kapittel I Økosystem Barentshavet. Havforskningsinstituttet, 2006.

Bendiksen, Bjørn Inge og Isaksen, John Roald (2000). Driftsundersøkelsen i fiskeindustrien, Oppsummering av inntjening og lønnsomhet i 1999. Fiskeriforskning, rapport 20/2000.

Bendiksen, Bjørn Inge (2006). Driftsundersøkelsen i fiskeindustrien, Oppsummering av inntjening og lønnsomhet i 2004. Fiskeriforskning, rapport 19/2005.

Bjørklund, Oddrun og Bendiksen, Bjørn Inge (2005). Status og veivalg for norsk rekenæring. Fiskeriforskning, rapport 18/2005.

Dreyer, Bent, Isaksen, John R., Bendiksen, Bjørn Inge, Rånes, Stein Arne (2006). Evaluering av leveringsplikten. Fiskeriforskning, rapport 1/2006.

Eksportutvalget for fisk (EFF) (2006). Åremelding 2005, Eksportutvalget for fisk.

Fiskeridirektoratet. Budsjettmyndens lønnsomhetsundersøkelse for fiskeflåte. Alle år fra 1995 og til 2005.

Fiskeridirektoratet (2006b). Fiskefartøy og fiskarar, kosesjonar og årlege deltakaradgangar.

Gregersen, Frank (2005). Tøft for rekeindustrien. Fiskeriforskning, informerer 11/2005.

Hvingel, Carsten (2007). Havets ressurser og miljø 2007. Side 56-57, Kapittel I Økosystem Barentshavet. Havforskningsinstituttet, 2007.

Hvingel, C. og Aschan, M. (2006). The fishery for northern shrimp (*Pandalus borealis*) in the Barents Sea. NAFO SCR Doc. 06/65

Josupeit, H. (2003). World coldwater shrimp markets. FAO, September 2003. Greenland Fishermen and Hunters Association workshop op *Pandalus borealis* markets.

Norges Bank (2007). Pengepolitisk rapport 1/07

Standal, D. (2003). Fishing the last frontier – controversies in the regulations of shrimp trawling in the high Arctic. *Marine Policy* 27 (375-388) Elsevier Science Ltd.

Bøker

Boye, Knut og Meyer, Christine B. (2000). *Fusjoner og oppkjøp*. Cappelen Akademiske Forlag.

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., Allen, Franklin (2006). *Corporate finance*, 8. utgave. McGraw-Hill Irwin

Damodaran, Aswath (2002). *Investment valuation, Tools and Technigues for Determining the Value of any Asset*, Second Edition. John Wiley & Sons, Inc.

Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademiske Forlag.

Hoff, Kjell Gunnar (2002). *Bedriftens økonomi*, 5. utgave. Universitetsforlaget.

Kristoffersen, Trond (2002). *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. Fagbokforlaget, Bergen.

Artikler

Fiskeribladet 30.03.2007. - Bedre markedsadgang.

Forelesningsnotater

Sirnes, Espen (2006). BED-2001 Finansiering. NFH, høst 2006.

Støle, Roald (2006). BED-3007 Verdsetting av foretak. NFH, høst 2006.

Pressemeldinger

Norges Bank 2007.03.15. Norges Bank øker renten 0,25 prosentenheter til 4,00 prosent.

<http://www.norges-bank.no/front/pressemelding/no/2007/2007-03-15T11-43-13.fgen.html>

Nettsteder

<http://www.norges-bank.no>

http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/d_obl_n.html

Personer

Tove Aasheim, seniorrådgiver statistikkavdelingen ved Fiskeridirektoratet.

Tove Isaksen, Norges Råfisklag.

Vedlegg

Vedlegg 1: Strukturordninger for fiskeflåten.

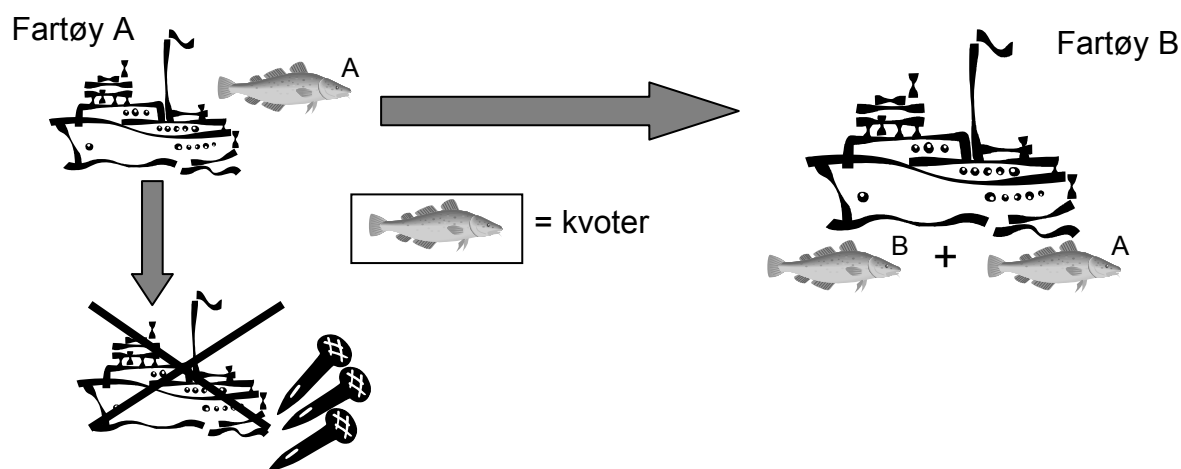
Vedlegg 2: Gjeldende strukturordning for fiskeflåten.

VEDLEGG 1 – Strukturordninger for fiskeflåten

Strukturkvoteordningen for havfiskeflåten

Strukturkvoteordningen ble innført i havfiskeflåten i mars 2005 og erstattet da tidligere enhetskvoteordningen for torsketrålflåten, ringnotflåten, grønlandsrekeflåten, seitrålflåten, gruppen av konvensjonelle fartøy på eller over 28 meter, samt industritrålflåten. Ved overgangen til strukturkvoter ble de geografiske begrensningene som var gjeldende for enkelte fartøygrupper videreført. Blant annet gjelder dette for torsketrålflåten, der fartøy registrert i Sør-Norge ikke kunne tildeles enhetskvoter på grunnlag av uttak av fartøy som pr. 1. januar 1996 var registrert i Nord-Norge.

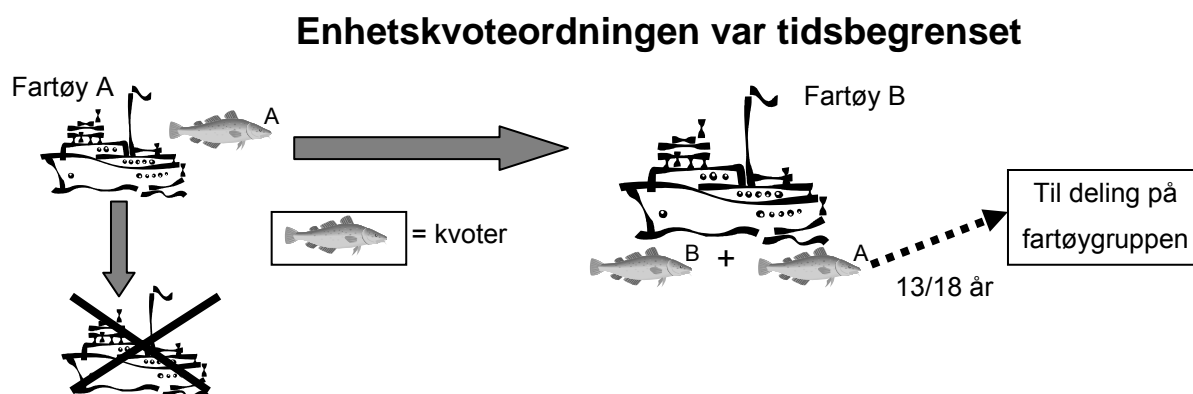
Strukturkvoteordningen er ikke tidsbegrenset



Figur 1: Strukturkvoteordningen

Enhetskvoteordningen for havfiskeflåten

Forskjellen mellom enhetskvoteordningen og strukturkvoteordningen var at enhetskvotene kunne tildeler for inntil 13 år, eller 18 år hvis det uttatte fartøy fysisk ble kondemnert. For strukturkvoteordningen fantes ingen slik tidsbegrensning. Enhetskvoter som var tildelt før strukturkvoteordningen ble innført i 2005, kunne konverteres til strukturkvoter uten tidsbegrensning. For disse ble imidlertid opprinnelig kvotestørrelse avkortet med 7 % eller 5 % for hvert år kvotene hadde vært tildelt frem til og med 2003, avhengig av om kvoten var tildelt for 13 eller 18 år.



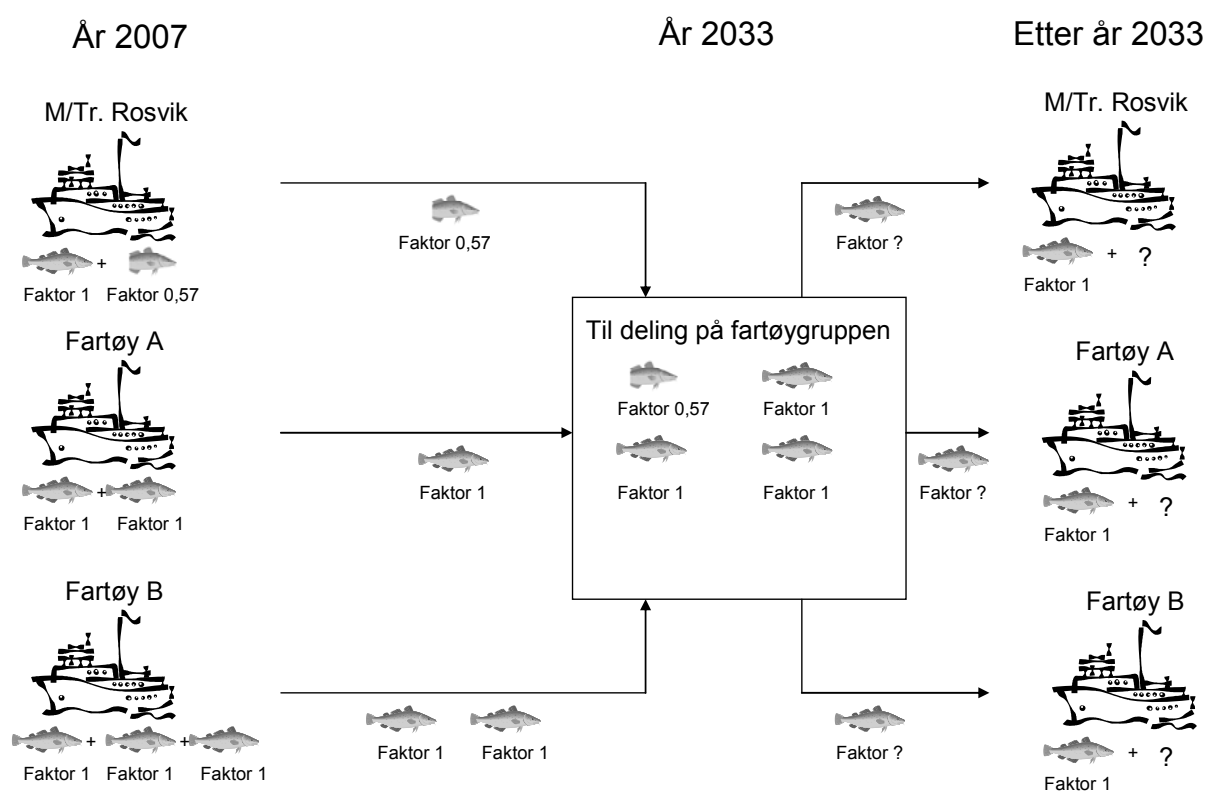
Figur 2: Enhetskvoteordningen

Sammenslåingsordningen

Under tidligere fiskeriminister Gregoriussen ble den første struktureringsmuligheten for fiskeflåten lagt frem. For å øke lønnsomheten blant småtrålerne (kvotefaktor < 1) fikk gruppen anledning til å øke sine kvotefaktorer til 1 gjennom strukturering uten at noe av kvoten ville falle til deling på fartøygruppen. For fartøy i denne gruppen som økte kvotefaktoren til over 1, vil den andelen av kvotefaktoren som oversteg 1 falle til deling på fartøygruppen. Formålet med ordningen var å øke lønnsomheten for småtrålerne. Ordningen var vellykket og ble med det forløperen til enhetskvote- og strukturkvoteordningen.

VEDLEGG 2 – Gjeldende strukturmelding for fiskeflåten

Av regjeringens strukturmelding for fiskeflåten (St.meld.nr. 21) fremgår det at tidligere innførte strukturkvoter ikke gjøres evigvarende, men gis en gyldighet på 25 år regnet fra 2008. Dette betyr at rederiene må gi fra seg disse tilleggskvotene i 2033, da de skal falle tilbake til deling på fartøygruppen. Det er imidlertid ikke hele kvoten som vil falle tilbake til deling på fartøygruppen. Tidligere fiskeriminister Gregriusson la i sin tid frem en sammenslåingsordning for småtrålere (senere også andre fartøygrupper) hvor det ble tillatt å øke kvotefaktorene opp til 1 uten at noe vil falle til deling på fartøygruppen. Derfor er det kun den andelen av fartøyenes kvotefaktor som overstiger 1 som vil falle til deling på gruppen. For Polar Prawn AS vedkommende betyr dette at de vil miste 0,57. Figuren nedenfor illustrerer dette.



Figur 1: Strukturmelding for fiskeflåten med varighet på 25 år for struktureringskvoter.

Hvor stor kvotefaktor som vil tildeles de enkelte fartøyene etter refordelingen vil være usikkert, men som vi ser av figuren må Polar Prawn AS gi fra seg relativt lav kvoteandel sammenlignet med fartøy som har maksimal kvotefaktor (lik 3). Selskapet kan derfor fort

komme i en situasjon at de i 2033 kan øke sin kvoteandel (fra 1,57) på bekostning av fartøy med høyere kvotefaktor (2 eller større).