

# Verdivurdering av Aker Seafoods ASA

av

Elin Bergum

Ingvild Elise Karlsen



Mastergradsoppgave i økonomi og administrasjon

Studieretning økonomisk analyse

(30 stp)

Handelshøyskolen i Tromsø

Universitetet i Tromsø

Mai 2010

## Forord

Masteroppgaven representerer avslutningen på vår fem år lange økonomiutdanning ved Handelshøyskolen i Tromsø.

Vi vil med dette takke vår veileder professor Terje Vassdal ved Handelshøyskolen i Tromsø for hjelp og støtte gjennom hele denne prosessen. Videre vil vi også takke Jan Roger Lerbukt og andre som har vært behjelpelig med informasjon.

Samarbeidet mellom undertegnede har gått over all forventning, og det har vært en fryd å skrive masteroppgaven sammen. Vi er kommet vellykket i mål og er veldig fornøyd med hverandres innsats.

Til slutt rettes en stor hilsen og takk til alle våre medstudenter. Takk for et godt faglig og sosialt samhold gjennom hele studietiden.

Tromsø, 14. mai 2010



Elin Bergum



Ingvild Elise Karlsen

## Sammendrag

Formålet med vår masteroppgave er å gjennomføre en verdivurdering av Aker Seafoods ASA. Selskapet er en av de største aktørene innenfor fiskeindustrien i Norge, og næringen er en viktig del av Norges økonomi.

Aker Seafoods ble i mai 2005 notert på Oslo Børs, etter sammenslåingen av Norway Seafoods AS, West Fish-Aarsæther AS og Nordic Sea Holding AS. Ved introduksjonen til Oslo Børs i 2005 ble prisen per aksje satt til 29 NOK, og markedet priset selskapet til 1,4 milliarder NOK. Ved utgangen av 2009 lå aksjekursen på 7,88 NOK, med en markedsverdi på 0,667 milliarder NOK. Dette er en nedgang i verdi på ca 52 %. Finanskrisen kan være én mulig årsak til verdinedgangen. Kursene til andre selskaper som tilhører konsumvareindeksen, slik som Marine Harvest ASA og Lerøy ASA, har ikke hatt like stor nedgang som Aker Seafoods, til tross for finanskrisen.

Vi starter analysen med å utrede bakgrunnen for problemstillingen, hvilke metode og teori vi benytter, samt presentere selskapet og bransjen. Videre anvender vi ulike verdivurderingsmodeller for å komme frem til verdien av selskapet. Til slutt benytter vi sensitivitetsanalyser for å endre på forutsetningene og faktorene som vi har lagt til grunn.

Problemstillingen vår er:

*Hva er verdien av egenkapitalen til Aker Seafoods ASA ved utgangen av 2009?*

Verdiene vi har kommet frem til varierer etter hvilken metode vi har benyttet. Vi har benyttet seks ulike metoder. Verdiintervallet er mellom 1416 - 1565 millioner NOK.

<b>Verdivurderingsmetoder</b>	<b>Verdi</b>
Egenkapital	1565
Totalkapital	1460
EVA	1416
Superprofitt	1440
NOPLAT	1463
Konsesjonsverdi	1480

Gjennomsnittet på de seks metodene gir en verdi på omlag 1471 millioner NOK. Aker Seafoods er verdsatt til 667 millioner NOK på Oslo Børs per 31.12.09. Vi vil drøfte årsakene til dette store avviket.

Det mest interessante med vårt verdianslag på 1471 millioner NOK, er at denne verdien er tilnærmet lik det Aker Seafoods selv verdsetter sine fiskekonsesjoner. Dette tyder på at selskapet ikke skaper merverdi i produksjon og distribusjon/salg av ferdigprodukter.

I sensitivitetsanalysen endrer vi på faktorer og forutsetninger, slik som endring i vekst av netto driftsposter, evig vekst, avkastningskrav og levetid. Det er endring i den evige vekstfaktoren som gir sterkest utslag på de forskjellige metodene.

Nøkkelord:

Aker Seafoods ASA, verdivurdering, avkastningskrav, balansebaserte metoder og inntjeningsbaserte metoder

## Innhold

1	Innledning.....	1
1.1	Formål .....	1
1.2	Bakgrunn for utredningen .....	1
1.3	Problemstilling .....	2
1.4	Avgrensning .....	3
1.5	Analysens inndeling .....	4
2	Metode og teori .....	5
2.1	Casestudie.....	5
2.2	Kvantitativ og kvalitativ metode .....	7
2.3	Intervju .....	7
2.4	Primærdata .....	8
2.5	Sekundærdata .....	9
2.6	Validitet.....	9
2.7	Reliabilitet .....	10
2.8	Metodevalg.....	11
2.9	Regnskapsanalyse for verdifastsettelse .....	11
2.10	Avkastningskrav .....	13
2.10.1	CAPM.....	13
2.10.2	Avkastningskrav til totalkapitalen, WACC .....	16
2.11	Verdivurderingsmodeller.....	17
2.11.1	Inntjeningsbaserte modeller.....	17
2.11.1.1	Dividendemodellen.....	17
2.11.1.2	Kontantstrømsbaserte modeller .....	18
2.11.1.3	Multiplikatormodell.....	22
2.11.2	Balansebaserte modeller .....	23
2.11.2.1	Substansverdimodell.....	23
2.12	Diskusjon.....	25
3	Beskrivelse av selskapet og næringen .....	26
3.1	Aker Seafoods ASA .....	26
3.2	Sammenlignbare bedrifter .....	29
3.3	Historisk oversikt over hvitfiskindustrien i Norge .....	32
3.4	Fremtidsutsikter for hvitfisknæringen .....	36
4	Regnskapsanalyse av AKS.....	38
4.1	Soliditetsanalyse.....	39
4.1.1	Egenkapitalandel .....	39

4.1.2	Gjeldsgrad .....	40
4.1.3	Finansieringsgrad .....	41
4.2	Lønnsomhetsanalyse .....	41
4.2.1	EBITDA .....	41
4.2.2	Rentabilitet .....	42
4.2.2.1	Totalkapitalrentabilitet .....	42
4.2.2.2	Egenkapitalrentabilitet.....	43
4.2.3	Driftsmargin .....	46
4.2.4	Overskuddsgrad.....	47
4.2.5	Avkastning på sysselsatt kapital.....	47
4.3	Konklusjon av regnskapsanalysen.....	48
4.4	Sammenligning mot bransjen.....	48
5	Beregning av avkastningskrav til Aker Seafoods ASA.....	53
5.1	Avkastningskravet til egenkapitalen.....	53
5.1.1	Risikofri rente.....	53
5.1.2	Markedets risikopremie .....	53
5.1.3	Beregning av Betaverdi til Aker Seafoods .....	54
5.2	Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen .....	56
5.3	Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen.....	57
6	Beregning av verdien på Aker Seafoods ASA .....	58
6.1	Inntjeningsbasert modell .....	58
6.1.1	Dividendemodell .....	58
6.1.2	Kontantstrømsbaserte modeller .....	59
6.1.2.1	Egenkapitalmetoden .....	62
6.1.2.2	Totalkapitalmetoden.....	62
6.1.2.3	Profitt utover avkastningskrav.....	63
6.1.2.4	NOPLAT .....	64
6.1.3	Multiplikatormodell.....	65
6.1.3.1	Price/Earning .....	65
6.2	Balansebasert modell.....	67
6.2.1	Substansverdimodell .....	67
6.3	Oppsummering av verdiene til AKS .....	69
6.4	Sensitivitetsanalyse .....	69
6.4.1	Endring i selskapets fremtidige vekst.....	70
6.4.2	Endring i kvotefaktor.....	73
6.4.3	Endring i evig vekstfaktor .....	74

6.4.4	Endring i selskapets egenkapitalavkastningskrav.....	75
6.4.5	Endring av levetid .....	76
6.4.6	Endring som må gjøres for å få beregnet EK lik børsverdi av EK.....	77
6.4.7	Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....	78
7	Konklusjon .....	79
7.1	Drøfting .....	80
	Litteraturliste .....	82
	Vedlegg .....	86
	Vedlegg 1: Prisutvikling på råoljen fra 1997 til 2008 .....	86
	Vedlegg 2: Valutautvikling på Euro og Islandsk krone .....	87
	Vedlegg 3: Spørsmål stilt til Jan Roger Lerbukt, daglig leder Hermes AS.....	88
	Vedlegg 4: Regnskap og balanse til AKS fra 2005 til 2009.....	89
	Vedlegg 5: Prognostiserte regnskap og balanse fra 2010 til 2019 .....	91
	Vedlegg 6: Beregning av verdi gjennom EK-metoden .....	93
	Vedlegg 7: Beregning av verdi gjennom TK-metoden .....	94
	Vedlegg 8: Beregning av verdi gjennom EVA-metoden .....	95
	Vedlegg 9: Beregning av verdi gjennom superprofitt-metoden .....	96
	Vedlegg 10: Beregning av verdi gjennom NOPLAT-metoden .....	97

## Figurliste

Figur 1: Beregning av beta.....	15
Figur 2: Oversikt over AKS sine aktiva rett etter sammenslåingen i 2005.....	26
Figur 3: Geografisk oversikt over hvor anleggene til AKS i Norge befinner seg.....	27
Figur 4: Oversikt over eierstruktur til AKS 2009.....	28
Figur 5: Relativ utvikling på aksjekursene til AKS, LSG, MHG og indeksen.....	30
Figur 6: Nominell pris til torsk og laks i perioden jan. 2005 – jan. 2010.....	31
Figur 7: Viser utviklingen til gjennomsnittlig bunkerspris fra 2004 til 2009.....	34
Figur 8: Tilbuds- og etterspørselskurve.....	37
Figur 9: Rullende volatiliteten til AKS fra 2005 til 2009.....	45
Figur 10: Aksjekurs AKS.....	46
Figur 11: Sammenligning av driftsmargin mellom bransjen og AKS.....	49
Figur 12: Sammenligning av total kapitalrentabilitet mellom bransjen og AKS.....	50
Figur 13: Sammenligning av egenkapitalprosent mellom bransjen og AKS.....	51
Figur 14: Forholdet mellom EBITDA og omsetning for AKS og bransjen.....	51
Figur 15: Graf over aritmetisk avkastning i %.....	54
Figur 16: Utdrag av regresjonsanalyse av aksjekursen til AKS fra 2005 til 2010 i månedstall.....	55
Figur 17: Utdrag av regresjonsanalyse av de 19 første månedstallene til AKS.....	55
Figur 18: Utdrag av regresjonsanalyse av de 19 siste månedstallene til AKS.....	56
Figur 19: Oversikt over alle verdiene til de forskjellige metodene.....	69
Figur 20: Verdiendring ved endring i veksten på driftspostene de fem første årene.....	71
Figur 21: Verdiendring ved endring i veksten på driftspostene for alle ti årene.....	72
Figur 22: Verdiendring ved å endre omsetningsveksten fra 4-7 %.....	73
Figur 23: Verdiendring ved å benytte en evig vekstfaktor fra 0-5 %.....	74
Figur 24: Verdiendring ved å endre $R_e$ .....	75
Figur 25: Verdiene til AKS ved en levetid til 2032.....	76



## Tabelloversikt

Tabell 1: Markedsverdien på egenkapitalen til AKS fra 2005 til 2009.....	39
Tabell 2: Egenkapitalandelen til AKS. Beløp i NOK millioner.....	40
Tabell 3: Gjeldsgraden til AKS. Beløp i NOK millioner.....	40
Tabell 4: Finansieringsgraden til AKS. Beløp i NOK millioner.....	41
Tabell 5: EBITDA til AKS. Beløp i NOK millioner.....	42
Tabell 6: Totalkapitalrentabiliteten til AKS. Beløp i NOK millioner.....	43
Tabell 7: Gjennomsnittlig lånerente til AKS i 2009. Beløp i NOK millioner.....	43
Tabell 8: Egenkapitalrentabiliteten til AKS. Beløp i NOK millioner.....	44
Tabell 9: Driftsmarginen til AKS. Beløp i NOK millioner.....	46
Tabell 10: Overskuddsgraden til AKS. Beløp i NOK millioner.....	47
Tabell 11: Avkastning på sysselsatt kapital til AKS. Beløp i NOK millioner.....	48
Tabell 12: Endringene til AKS fra 2005 til 2009.....	60
Tabell 13: Prognostisert driftsresultat fra budsjettperiode 2010 til 2019.....	61
Tabell 14: Kontantoverskuddet til EK.....	62
Tabell 15: Kontantoverskuddet til TK.....	63
Tabell 16: Kontantstrømmen til EVA.....	63
Tabell 17: Kontantstrømmen til superprofitten.....	64
Tabell 18: P/E til AKS fra 2005 til 2009.....	65
Tabell 19: P/E til MHG fra 2005 til 2009.....	66
Tabell 20: P/E til LSG fra 2005 til 2009.....	66
Tabell 21: Oversikt over P/E til AKS, MHG og LSG i perioden 2005-2009.....	67

## Forkortelser brukt i oppgaven

$R_e$	= Avkastningskrav til egenkapital
$R_f$	= Risikofri rente før skatt
$R_m$	= Markedets risikopremie før skatt
$\beta$	= Systematisk risiko til aksjen
$s$	= Skattesats
$MP^s$	= Markedets risikopremie etter skatt
$\beta_j$	= Betaverdi til investering $j$
$\text{Korr}(r_j, r_m)$	= Korrelasjon mellom aksjen og markedsporteføljens avkastning
$\text{Std}(r_j)$	= Standardavvik til aksjens avkastning
$\text{Std}(r_m)$	= Standardavvik til markedsporteføljens avkastning
WACC	= Avkastningskrav til total kapital
EK	= Markedsverdi egenkapital
G	= Markedsverdi gjeld
$R_g$	= Gjennomsnittlig rentekostnad på gjeld
$P_0$	= Verdi av en aksje på verdsettelsestidspunktet
$t$	= Tidspunkt (år) i budsjettperioden
$D_t$	= Forventet dividende per aksje i år $t$
$g$	= Evig vekstfaktor
EVA	= EVA kontantstrøm
$T$	= Budsjettperioden
$T+1$	= Første året etter budsjettperioden
P/E	= Price/Earning

# 1 Innledning

## 1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av selskapet Aker Seafoods ASA. En verdivurdering har som mål å estimere verdien på egenkapitalen og total kapitalen til en virksomhet.

For å finne verdien på Aker Seafoods ASA vil vi hovedsakelig benytte modeller fra økonomisk teori. Det finnes mange metoder for verdsetting av selskap. Vi skal gjennomgå de viktigste av disse og bruke de metoder som er relevante for Aker Seafoods ASA.

## 1.2 Bakgrunn for utredningen

Fiskeindustrien er en viktig del av Norges økonomi, da den bidrar til store eksportinntekter og mange arbeidsplasser. Aker Seafoods er en av de største arbeidsgiverne innenfor denne næringen, og er en av Norges ledende produsent og eksportør av fiskeprodukter. Aker Seafoods er et internasjonalt sjømatelskap med fokus på fangst, foredling og salg av hvitfisk.

Aker Seafoods ble i mai 2005 notert på Oslo Børs, etter sammenslåingen av Norway Seafoods AS, West Fish-Aarsæther AS og Nordic Sea Holding AS. Selskapet har hovedkontoret i Oslo. Ved børsintroduksjonen ble prisen per aksje satt til 29 NOK, og markedet priset selskapet til 1,4 milliarder NOK. Ved utgangen av 2009 lå aksjekursen på 7,88 NOK og markedsverdien var på 667 millioner NOK. Dette er en nedgang i verdi på ca 52 %. Finanskrisen kan være én mulig årsak til verdinedgangen. Kursene til andre selskaper som tilhører konsumvareindeksen, slik som Marine Harvest ASA og Lerøy ASA, har ikke hatt like stor nedgang som Aker Seafoods, til tross for finanskrisen.

Kjell Inge Røkke har gjennom selskapet Aker Capital Fund AS en eierandel på omlag 65 %, Marine Harvest ASA eier 11,92 %, og Verdipapirfond Odin eier 9,96 % av Aker Seafoods. Det kan spekuleres i om de store eierandelene til de tre største aksjonærene gjør at selskapets aksjer prises lavt. Det fremkommer i Gjesdal og Johnsen (2008) at store eierposisjoner i et selskap gir en lavere likviditet og påvirker aksjekursen negativt. I børsprospektet fra 2005 fremkommer det at Aker Seafoods Holding AS (i dag Aker Capital Fund) planlegger å opprettholde en langsiktig eierandel på mer enn 50 %. Dette er også på grunn av lov av 26. mars 1999 nr.15 om retten til å delta i fiske og fangst (deltakerloven), hvor det fremgår at ikke mer enn 40 % av aksjekapitalen kan eies av utenlandske statsborgere.

Videre har det vært mye diskutert i media at Kjell Inge Røkke ikke behandler minoritetsaksjonærene like bra som andre majoritetseiere gjør. Et eksempel på dette kan være da han forsøkte å tvangsinnløse minoriteter i Aker RGI til en underbetaling [1]. Det kan hende at eierposisjonen til Røkke medfører at markedet påfører Aker Seafoods en aksjerabatt.

Konsernsjefen for Aker Seafoods, Yngve Myhre, gikk av 2.februar 2010 etter 9 år i selskapet, og ble umiddelbart erstattet av Liv Monica B. Stubholt. Denne avgangen kan være en virkning av dårlige resultater de siste årene, og at det har oppstått endringer rundt strategier og fremtidsplaner. Det planlegges å dele selskapet i to, der det ene selskapet skal være rendyrket av salg, markedsaktiviteter, distribusjon og foredling i Norge, Frankrike og Danmark, mens det andre selskapet skal fremstå som et rendyrket selskap av hvitfisk (torsk, sei og hyse). Aker Seafoods ønsker å fokusere på hvert av konsernets kjerneområder for å styrke selskapets samlede virksomhet innefor fangst av hvitfisk og videreforedling [2].

Siden 2005 har flere av de heleide datterselskapene til Aker ASA til sammen tapt 2,9 milliarder NOK etter børsnoteringene. Resultatet av tapene har medført kriselån og refinansiering fra Aker ASA til datterselskapene (blant annet til Aker Seafoods). Etter 2005 er Aker Solutions, som driver innenfor energi- og prosessindustrien, det eneste selskapet som har generert store inntekter. Da Aker ASA la frem sine resultater november 2009, varslet konsernsjef Øyvind Eriksen og styreleder Kjell Inge Røkke at datterselskapene i fremtiden ville i mindre grad få ytterligere finansiering fra morselskapet i form av lån og egenkapital (Bertelsen, Linderud og Løvås, 2009). Aker ASA sier i siste kvartalsrapport 2009 at satsningen fremover i mindre grad vil dreie seg om spredning på mange ulike bransjer. Aker-konsernet vil satse på sektorer hvor selskapet har særskilt kompetanse. Spesielt trekkes olje og energi inn som to viktige sektorer. Dette signalet kan bety at Aker vurderer mulige salg av andre selskaper som ikke er innenfor satsningssektorene. Dette påvirker Aker Seafoods i stor grad, da de ikke lengre er innenfor de strategiske satsningsområdene til Aker ASA.

### **1.3 Problemstilling**

Aker Seafoods er et allmennaksjeselskap der verdien av aksjene, og dermed markedsverdien av egenkapitalen, bestemmes av omsetningen på Oslo Børs. Det betyr at verdien til selskapet vil endre seg løpende. Selv om aksjekursen kan endre seg mye i løpet av et år, vil verdien av de materielle aktivaene i selskapet variere i mindre grad. Aktivaene har en alternativpris utenfor selskapet, og vil påvirke aksjekursen. Gearing i selskapet kan også påvirke aksjekursen, da en høy gearingsfaktor gir høyere risiko og mulighet til høyere gevinst. Gir

investeringen en avkastning over lånerenten, øker dette egenkapitalavkastningen, og motsatt hvis lånerenten er høyere enn avkastningen.

Verdien til et børsnotert selskap avhenger av kursen på aksjen. Vi mener at substansverdien på børsnoterte selskaper kan være høyere eller lavere enn markedets verdivurdering.

Aksjekursene kan være ustabile og endre seg etter eksogene og endogene faktorer. Vi ønsker å verdivurdere et børsnotert selskap for å bekrefte eller avkrefte om markedetsverdien er lik substansverdien. Vår problemstilling blir dermed:

*Hva er verdien av egenkapitalen til Aker Seafoods ASA ved utgangen av 2009?*

For å angripe problemstillingen må vi finne ut hvordan verdien til Aker Seafoods på Oslo Børs er i forhold til den eller de verdiene vi kommer frem til i analysen. Vi vil også se hvordan aksjeverdien til Aker Seafoods varierer i takt med hovedindeksen og konsumvareindeksen. Til slutt vil vi se på hva som kan være årsakene til disse variasjonene, og hvilke ytre faktorer som påvirker verdiene vi kommer frem til.

#### **1.4 Avgrensning**

De historiske data vi skal benytte går tilbake til børsnoteringstidspunktet mai 2005. Aker Seafoods er et stort selskap med flere datter- og datterdatterselskaper. På grunn av manglende kapasitet til å samle inn og bearbeide alle regnskapene til underliggende selskaper, velger vi å avgrense oppgaven til kun å benytte konsernregnskapene til Aker Seafoods.

Vi vil likevel se på datterselskaper som har betydelige aktiva, undersøke om de har lik verdi med det som står i konsernregnskapet, og eventuelt korrigere hvis det ikke er det. Aktiva i datterselskapene er i første rekke verdien av konsesjoner og fartøy.

Videre vil vi ikke vurdere selskapets intellektuelle kapital spesielt, men konsentrere oss om verdifastsettelsen av Aker Seafoods finansielle kapital, der den intellektuelle kapitalen inngår som en del av den totale verdien. Immateriell kapital, slik som konsesjoner, er kanskje den viktigste eiendelen for Aker Seafoods, da aktører innenfor fiskeflåten er pålagt å ha konsesjoner for å drifte. Beliggenhet og annen goodwill er også betydningsfull immateriell kapital og vil påvirke verdivurderingen i vår analysen. Substansverdimetoden er den eneste metoden hvor immateriell kapital vil bli behandlet.

## **1.5 Analysens inndeling**

Kapittel 2 omhandler hvilke metode og teori vi skal benytte i analysen, og fremgangsmåtene for hvordan vi skal finne verdien på Aker Seafoods.

Kapittel 3 inneholder en presentasjon av selskapet. Vi har kort skissert selskapets historikk og hvordan selskapet ser ut i dag. Videre har vi sammenlignet Aker Seafoods med to andre bedrifter innenfor fiskerinæringen.

Kapittel 4 inneholder en kort oversikt over hvitfisknæringens historiske hendelser, samt forventede fremtidsutsikter.

Kapittel 5 omhandler regnskapsanalyse for Aker Seafoods, der viktige nøkkeltall blir beregnet. Vi sammenligner også noen av nøkkeltallene til Aker Seafoods opp mot bransjen.

Kapittel 6 omhandler beregning av avkastningskrav til Aker Seafoods. Vi beregner avkastningskrav til både egenkapitalen og totalkapitalen.

Kapittel 7 viser alle beregninger av verdsettelsesmetodene beskrevet i kapittel 2. Videre er det gjennomført sensitivitetsanalyser hvor endrede forutsetninger legges til grunn.

Kapittel 8 inneholder konklusjon og drøftelse av analysen.

## 2 Metode og teori

En metode er en framgangsmåte, et middel til å løse problemer og komme fram til ny kunnskap. Et hvilket som helst middel som tjener dette formålet, hører med i arsenalet av metoder.

En metode er et redskap for å få tak i og analyserer informasjon man trenger for å løse et konkret problem. Det er en planmessig framgangsmåte for å samle inn, organisere, bearbeide, analysere og tolke data. Det vil si at metode er en framgangsmåte for å komme fram til ny kunnskap, og er ikke bare et hjelpemiddel (Halvorsen, 2000).

For å kunne besvare problemstillingen skal vi ut i fra casestudiet samle inn sekundær- og primærdata som skal analyseres og tolkes.

### 2.1 Casestudie

I følge Robert K. Yin (1984) er casestudier bemerkelsesverdig vanskelig, selv om casestudier tradisjonelt har blitt sett på som ”enkle” undersøkelser. Paradoksalt viser det seg at jo enklere undersøkelsesteknikken er, jo vanskeligere er den å utføre.

Ofte benyttes termen feltarbeid i sammenheng med casestudier. Innenfor økonomi kan feltarbeid bety en studie av en eller flere organisasjoner. Casestudier impliserer vanligvis at man konsentrerer seg om å analysere en enhet. Dette kan for eksempel være et selskap, andre former for organisasjoner eller analyse av en aggregert enhet. Et eksempel på en aggregert enhetsanalyse kan være en casestudie av regnskap i et bestemt land. Vi vil i vår analyse konsentrere oss om ett selskap.

Casestudier innenfor økonomi kan deles inn i fem ulike typer, deskriptivt, illustrerende, eksperimentelt, eksplorerende og forklarende. Deskriptive casestudier kan eksempelvis ha til hensikt å beskrive regnskapssystemer, teknikker og prosedyrer som blir benyttet i praksis. Man kan for eksempel velge forskjellige organisasjoner for å beskrive ulikheter og likheter ved regnskapspraksisen. En slik studie kan være nyttig dersom man skal undersøke om det er behov for tradisjonelle eller moderne praksis innenfor regnskapsteknikker som benyttes. Slike studier forsøker ofte å finne ut hvilke selskaper og organisasjoner som er suksessfulle og driver ”best praksis”.

Illustrerende casestudier har til hensikt å illustrere nye og innovative praksiser som er utviklet av bestemte selskaper. Kaplan (1986;1998) hevder at forskere har mye å lære av å studere

innovative selskaper. Slike undersøkelser er med på å belyse hva som er blitt oppnådd i praksis.

Eksperimentelle casestudier er den tredje typen innenfor fagfeltet økonomi. Eksempelvis har regnskapsforskere ofte utviklet nye regnskapssystemer som de mener kan forbedre regnskapspraksisen. De nye systemene er utviklet ved hjelp av allerede eksisterende teoretiske perspektiver og skal forsøke å fortelle hva som bør gjøres i praksis. Likevel kan det være vanskelig for en organisasjon å implementere det utviklede systemet som forskeren foreslår. En eksperimentell casestudie kan da benyttes for å undersøke vanskeligheter ved å implementere et slikt foreslått system, og til å undersøke hvilke fordeler et slikt system kan ha for organisasjonen.

Eksplorerende casestudier kan benyttes når man skal uforske grunnlaget for eksempelvis bestemte regnskapspraksiser. En slik casestudie gir forskeren mulighet til å utvikle hypoteser som kan forklare årsaken til bestemte regnskapspraksiser. Hypotesene kan senere bli testet ut i større skalastudier. Hovedfokus ved denne casestudien er å kunne generalisere funnene rundt hypotesene.

Forklarende casestudier kan benyttes for å forklare observerte regnskapspraksiser. En slik undersøkelse konsentrerer seg rundt en spesifikk case. Det blir benyttet teori som hjelp til å forstå og forklare det spesielle i motsetning til det generelle. Teorien er nyttig dersom den hjelper forskeren å skaffe overbevisende forklaringer rundt den observerte praksisen. Dersom nåværende teorier ikke klarer å overbevise, blir det nødvendig å justere den eksisterende teorien eller å utvikle en ny teori, som igjen kan benyttes i andre casestudier. Poenget med forklarende casestudier er å generere teorier som gir gode forklaringer til en case.

Det er nødvendigvis ikke slik at de ulike typene av casestudier opptrer alene. Det er ikke uvanlig at forskeren bruker ulike fremgangsmåter i sin analyse (Ryan, Scapens og Theobald, 2002).

Vår case vil være et sammensatt system der vi studerer en bedrift, Aker Seafoods. Vår case er mest lik en forklarende casestudie, der vårt formål med casen er å kunne si noe om verdien til selskapet. For å kunne gjøre dette skal vi benytte økonomisk teori som omhandler verdivurdering av selskaper.



## 2.2 Kvantitativ og kvalitativ metode

Det finnes to metodiske tilnærminger som kan benyttes for å gjennomføre undersøkelser, kvantitativ- og kvalitativ. Hovedforskjellen mellom metodene er bruken av tall, og metoden velges ut i fra hvilken problemstilling en ønsker å undersøke og data som blir samlet inn. Disse to tilnærmingene kan også brukes sammen (metodetriangulering) (Holme og Krohn, 1996). Kvantitativ metode er en målbar metode hvor innsamlet data resulterer i tall. Disse tallene blir ofte fremstilt i tabeller, grafer eller i andre statistiske fremstillinger. Utvalget er forhåndsbestemt og representativt, og det er viktig at spørsmålene ikke blir misforstått da forskerne kan miste viktig data. Kvalitativ metode brukes til å samle inn data for å forstå et fenomen. Det er to måter å samle inn kvalitativ data på, gjennom observasjon og intervju. Metoden går grundig i dybden og undersøker bare et fåtall (Johannessen, Kristoffersen og Tufte, 2004). I vår analyse vil hovedvekten av økonomisk data bli samlet inn gjennom kvantitativ metode. For å gjøre verdivurderingen komplett vil vi også benytte kvalitativ metode.

## 2.3 Intervju

Intervju er en måte å samle inn data. Det er vanlig å skille mellom kvantitativt og kvalitativt intervju. Ved et kvantitativt intervju er spørsmålene konkrete med faste svaralternativer og resulterer i talldata. Et kvalitativt intervju skjer med åpne spørsmål som omhandler et tema der respondenten svarer fritt, og hvor målet er å gå mer i dybden enn i kvantitative intervjuer. Vi skal kun benytte kvalitativt intervju i vår analyse.

Ulike kvalitative intervjuer kan være: individuelle intervjuer, åpne intervjuer, gruppeintervjuer og dokumentundersøkelser. Den vanligste formen for intervju, og den metoden vi skal benytte, er et åpent, individuelt intervju. Data som samles inn ved hjelp av denne metoden kommer i form av ord, setninger og fortellinger. Intervjuet kan foregå via telefon eller ansikt til ansikt. Ved ansikt til ansikt er det lettere å oppnå personlig kontakt og fortrolighet. Det er vanskeligere for intervjuobjektet å lyve eller være useriøs i et slikt intervju. Ved å møte respondenten ansikt til ansikt vil intervjuer oppfatte kroppsspråk, tonefall og mimikk bedre enn over telefon. På en annen side vil det medføre større kostnader enn ved et telefonintervju. Intervjuer må ofte forflytte seg dit respondenten befinner seg, noe som også medfører at det er tidskrevende. Videre vil intervju effekten påvirke i et ansikt til ansikt intervju. Det vil si at intervjuerens fysiske tilstedeværelse kan medvirke at respondenten opptrer mer unormalt og kan føler seg utilpass. Det vil også avhenge om intervjuets spørsmål er basert på personlige tema eller ikke. Dersom spørsmålene er

personlige kan det hende at respondenten ikke svarer oppriktig. Dette kan komme av intervjuers alder, at intervjuer er fra en annen kultur, er av motsatt kjønn, eller at temaet er for sensitivt for respondenten å snakke om.

Til tross for ulempene ved et ansikt til ansikt intervju vil vi likevel benytte dette. Vi har tenkt å intervju 1-2 personer som har god kunnskap om hvitfisknæringen. Respondentene kan gjerne være fiskeribåtreidere som jobber innenfor fiskerinæringen til daglig. Temaet for vårt intervju er ikke av personlig eller sensitiv karakter, men jobbrelatert. Vi er ute etter informasjon som kan hjelpe oss å forklare utviklingen for Aker Seafoods og næringen i de fem siste årene. Vi er også ute etter informasjon som kan hjelpe oss til å se hvordan fremtiden for næringen kan se ut, slik at vi er bedre rustet for å prognostisere fremtidsutsiktene til Aker Seafoods. Vi tror at redere sitter inne med den beste kunnskapen når det gjelder å tilegne seg denne type informasjon. Videre regner vi med at disse respondentene har erfaring med tidligere intervjuer og samtaler rundt spørsmålene vi har, og blir ikke i stor grad påvirket av intervju-effekten.

Selv om vi skal ha et åpent intervju, så kan ikke møtet være ustrukturert. På forhånd av møtene er det viktig at vi er forberedt på hvilke informasjon vi er ute etter, og dermed vil vi utforme en intervjuguide. En slik guide gir en oversikt over hvilke tema vi vil ha informasjon om i løpet av intervjuet.

I løpet av intervjuene vil vi benytte båndopptakere for å få med alt intervjuobjektene sier. Man slipper da å ta notater og gå glipp av viktig informasjon, noe som også bidrar til at intervjuene flyter lettere. En slik løsning kan ha noen ulemper, da respondentene kan reagere negativt ved at de blir tatt opp på bånd. En ulempe for intervjuer er at man slapper mer av og ikke tar notater, og det kan være vanskelig å finne tilbake til de ulike tema på båndopptakeren. En båndopptaker kan svikte ved for eksempel at batteriet går tomt, så det er lurt å være forberedt i tilfelle dette skjer. Vi vil benytte båndopptaker samt skrive notater. Siden vi er to stykker kan vi fordele oppgavene under intervjuene, slik at en kan notere og en kan intervju (Jacobsen, 2000).

## **2.4 Primærdata**

Primærdata er data som vi selv samler inn for å besvare spørsmål. Denne data kan være mer valid (sann) enn sekundærdata fordi dette er data som har til hensikt å besvare formål og problemstilling. Vi vil samle inn primærdata ved hjelp av ett eller to kvalitative intervju. Spørsmålene skal være åpne slik at respondentene kan snakke fritt rundt de aktuelle temaene

(Gripsrud, Olsson, Silkoset, 2004). Informasjonen vi er ute etter omhandler den seneste historikken rundt hvitfisknæringen og eksterne faktorer som kan påvirke næringen i fremtiden. Informasjonen vi henter ut i fra intervjuene må være relevant for vår problemstilling, derfor vil en utarbeidet intervjuguiden være et hjelpemiddel.

## 2.5 Sekundærdata

Sekundærdata er data som er samlet inn på et tidligere tidspunkt. Hvis denne data er relevant og tilgjengelig kan andre benytte den i sin forskning. For å besvare vår problemstilling skal vi også benytte sekundærdata. Våre sekundærdata er blant annet Aker Seafoods primærdata som de selv har samlet inn. Fordelene ved å anvende sekundærdata er at det er tids- og kostnadsbesparende. Bruk av sekundærdata kan medføre feilkilder, slik som utvalgsfeil og ikke-utvalgsfeil, feil som ugyldiggjør data, feil som krever at data blir formulert på nytt og feil som reduserer reliabiliteten. Utvalgsfeil kan oppstå ved at man trekker ut et utvalg som ikke representerer hele populasjonen. Andre feil kan være at respondenten blir telt dobbelt, spørsmålene er upresise, intervjuer påvirker respondentens meninger og svar, respondenten gir ukorrekt data eller at kodingen blir feil. Det er viktig å være oppmerksom på at slike og andre feil kan forekomme, og ligger utenfor ens kontroll når en benytter sekundærkilder (Gripsrud, *et al.*, 2004). Vår viktigste sekundærdata vil i hovedsak være årsregnskapene til Aker Seafoods, og drøftelsen ovenfor vil ikke være av stor betydning. Selskapet er børsnotert og vi antar at informasjon hentet fra årsregnskapene er uten vesentlige feil og mangler.

## 2.6 Validitet

Validitet er gyldighet for hvor sanne målingene er. Det finnes ulike former for validitet, men vi tar for oss tre av dem. Disse tre er: begrepsvaliditet, intern validitet og ekstern validitet.

- **Begrepsvaliditet**

Begrepsvaliditet er et mål på i hvor stor grad en undersøkelse virkelig måler de riktige egenskapene ved undersøkelsesobjektet. Begrepsvaliditet dreier seg om å teste sammenheng mellom teoretiske begreper og operasjonalisering av begreper. For at forskningsresultater skal være meningsfulle, tolkbare og generaliserbare er det nødvendig at det er begrepsvaliditet i resultatene. Dette gjør at begrepsvaliditet er den mest grunnleggende formen for validitet i alle former for empirisk forskning (Gripsrud, *et al.*, 2004). Innenfor økonomisk teori er det stort sett ikke rom for egne tolkninger av begreper. Det finnes konkrete definisjoner og retningslinjer for hvordan økonomiske utregninger skal utføres og hva innholdet av begrepene betyr.

I oppgaven vår vil vi i hovedsak benytte økonomisk teori for å svare på problemstillingen, og det er viktig at vi anvender den økonomiske teorien korrekt og at det er begrepsvaliditet over dette.

- **Intern validitet**

Intern validitet gjelder i hvor stor grad kausaliteten (årsakssammenhengene) i undersøkelser holder mål. Hvis for eksempel X påvirker Y, må vi være sikre på at det faktisk er X som er årsaken til variasjonen i Y, og at variasjonen i Y ikke skyldes andre forhold som vi ikke har tatt med i vår modell (Gripsrud, *et al.*, 2004). Intern validitet er svært viktig når eksperimenter skal gjennomføres, dermed vil intern validitet være mindre vesentlig for vår oppgave som er en case og ikke et eksperiment.

- **Ekstern validitet**

Ekstern validitet viser i hvor stor grad resultatene fra en studie kan generaliseres til lignende situasjoner (Gripsrud, *et al.*, 2004). Det kan diskuteres om en verdivurdering av Aker Seafoods kan inneha ekstern validitet. Det vil alltid være faktorer som påvirker den endelige verdien til selskapet som ikke vil påvirke andre bedriften. I analysen vil vi bruke verdier på andre selskaper for å kunne tilnærme oss en verdi på Aker Seafoods. Dette er for eksempel ved bruk av beta som vi vil komme tilbake til senere. Dermed kan analysen gi ekstern validitet for selskaper som driver innenfor samme bransje som Aker Seafoods.

## 2.7 Reliabilitet

Reliabilitet (pålitelighet) sier noe om målingen vil gi det samme resultatet hvis den gjentas flere ganger. Alle målinger vil være påvirket av tilfeldige feil, og jo færre disse tilfeldige feilene er, jo mer reliabel vil undersøkelsen være. Reliabilitet er et mål på hvor godt vi måler det vi måler (Gripsrud, *et al.*, 2004). For verdivurderingen av Aker Seafoods skal tall fra regnskapene anvendes for å komme frem til verdien. Det vil være de samme tallene som benyttes hvis målingene gjentas flere ganger, og vi kan si at tallene fra regnskapene er pålitelige. Informasjon som blir samlet inn ved hjelp av intervju kan vise seg og ikke være pålitelig. Det kan være at intervjuobjektet endrer sine svar og meninger hvis intervjuet gjøres på nytt med de samme spørsmålene. I vårt tilfelle vil ikke dette være et stort problem, da vi skal stille spørsmål som omhandler faktakunnskaper. Vi må likevel være obs på at informasjonsfeil kan forekomme i analysen, og dermed kan det forekomme at innsamlet data om Aker Seafoods ikke alltid vil gi samme grad av reliabilitet.

## 2.8 Metodevalg

For å oppsummere kan vi bruke kvalitativ og kvantitativ metode for å samle inn data. Begge disse tilnærmingene vil bli benyttet i vår oppgave. Siden problemstillingen vår er å finne estimerte verdier på egenkapitalen til Aker Seafoods, vil den kvantitative tilnærmingen være den viktigste metoden. Vi trenger økonomiske tall for å beregne og analysere oss fram til denne verdien. De økonomiske tallene vil være i form av sekundærdata som vi henter ut fra regnskapene til selskapet. Siden Aker Seafoods er børsnotert vil det være enkelt å få tak i regnskapene, da informasjonen er offentlig tilgjengelig. Høyst sannsynlig vil disse data være reliabel, men dette ligger utenfor vår evne til å kontrollere.

Vi vil også bruke kvalitativ metode der vi skal gjennomføre intervjuer. For å innhente primærdata vil vi ha 1-2 intervjuer med fiskeribåtrekere. Et problem vi kan møte på i forbindelse med denne type datainnsamling er at intervjuobjektene ikke er tilgjengelig for oss. Dette vil gjøre at vi bare kan basere utregningene til selskapet på talldata og offentlig informasjon.

Annen informasjon vi skal benytte i verdivurderingen er data fra Oslo Børs, årsrapporter og eksterne kilder (media).

En verdivurdering av Aker Seafoods er ikke generaliserbar, noe som heller ikke er målet med denne analysen. I denne casen har vi studert et selskap, og formålet er å finne verdien til dette selskapet. En annen sammenlignbar virksomhet vil ikke kunne benytte den samme estimerte verdien på seg selv. Det eneste er at den kan bruke samme metode og teorigrunnlag. Dersom andre gjennomfører en verdivurdering av samme selskap og over samme tidsperiode, er det ikke sikkert at verdivurderingene vil gi lik verdi. Tolkningen av fremtidsutsiktene påvirker utfallet på verdiene. Hvis et selskap verdivurderes på bakgrunn av like forutsetninger skal verdiene bli lik. Det er derfor viktig i denne analysen at validiteten er god. Vi vil bruke våre forutsetninger og faktorer i analysen for å komme frem til verdien av selskapet, og dermed vil verdien være reliabelt i forhold til de faktorene vi tar utgangspunkt i.

## 2.9 Regnskapsanalyse for verdifastsettelse

For å kunne belyse problemstillingen vil regnskapsanalyse av årsrapportene gi informasjon om Aker Seafoods historiske og nåværende økonomiske situasjon. Det vil i tillegg gi en pekepinne om fremtidsutsikten til selskapet. Regnskapsanalysen vil bli gjort på basis av offentlig informasjon (årsrapportene til selskapet). Formålet med regnskapsanalysen er å bidra til en kvantitativ verdivurdering av Aker Seafoods, i hovedsak ved hjelp av sekundærdata.

Sentrale nøkkeltall og beregninger vil være:

- Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse belyser hvordan selskapet er finansiert og hvordan evne selskapet har til å tåle økonomisk tap.

- Egenkapitalandel – viser hvor stor del av selskapets eiendeler som er finansiert med egenkapitalen.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK}{\text{Totalkapitalen}} \cdot 100\%$$

- Gjeldsgrad - viser hvor mange kroner selskapet har i gjeld per krone i egenkapitalen

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum gjeld}}{\text{Sum EK}}$$

- Finansieringsgrad - viser i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld

$$\text{Finansieringsgrad} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{(LG + EK)}$$

- Lønnsomhetsanalyse

En lønnsomhetsanalyse belyser hvordan lønnsomhet selskapet har.

- EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – er driftsresultat før avskrivning og spesielle poster, og viser lønnsomheten til en bedrift.
- Totalkapitalrentabilitet - viser avkastning på den totale kapitalen som er bundet i bedriften

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter})}{\text{Samlet gjennomsnittlig kapital}} \cdot 100\%$$

- Egenkapitalrentabilitet – viser avkastningen på egenkapitalen til selskapet

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

- Driftsmargin – viser hvor mye som blir igjen i selskapet per omsatt krone etter at alle kostnadene knyttet til driften er dekket

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekt}} \cdot 100\%$$

- Overskuddsgrad - viser hvor mye eierne sitter igjen med per omsetningskrone

$$\text{Overskuddsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekt}}{\text{Driftsinntekt}} \cdot 100\%$$

- Avkastning på sysselsatt kapital – er rentabiliteten til den delen av kapitalinnskyterne som får betaling i form av renter og utbytte.

$$\text{Avkastning på sysselsatt kapital} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekt}}{\text{Gjennomsnittlig sysselsatt kapital}} \cdot 100\%$$

Beregning av nøkkeltallene kommer senere i analysen.

## 2.10 Avkastningskrav

Avkastningskravet skal vise en alternativkostnad for kapitalen. Den skal gi uttrykk for den avkastning man kan oppnå ved en alternativ plassering av kapitalen til samme risiko som risikoen til det selskapet som verdsettes. Avkastningskravet til en aksje vil avhenge av hvor stor risiko aksjen har i forhold til totalmarkedets bevegelser. Risikoen til en aksje kan deles i to: usystematisk risiko og systematisk risiko. Den usystematiske risikoen avhenger av bedriftsspesifikke forhold og kan fjernes ved diversifisering. Den systematiske risikoen er avhengig av eksogent gitte faktorer slik som konjunktursvingninger, inflasjonsutsikter, økonomisk politikk mv, og kan ikke fjernes (Boye og Meyer, 2008). Vi beregner avkastningskrav fordi det påvirker nåverdien av virksomheten som verdivurderes. Det kan beregnes avkastningskrav til egenkapitalen (Capital Asset Pricing Model, CAPM) og avkastningskrav til totalkapitalen (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Begge avkastningskravene til Aker Seafoods vil bli beregnet senere i analysedelen av oppgaven.

### 2.10.1 CAPM

Kapitalverdimodellen benyttes for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Det vil si hvilken risikokompensasjon investorene krever for å påta seg risiko ved aksjeinvesteringer. Avkastningskravet til en aksje kan defineres som summen av risikofri rente og et risikotillegg (Boye og Meyer, 2008). Risikokompensasjonen finnes ved å ta differansen mellom markedsporteføljens forventede avkastning og risikofri rente:

$$\begin{aligned} \text{Risikopremie for markedsporteføljen} &= \text{Forventet avkastning ved investering i} \\ \text{markedsporteføljen} - \text{Risikofri rente} &= R_m - R_f \end{aligned}$$

Risikotillegg for ulike investeringer i en portefølje vil variere, dermed kan risikotillegget finnes ved å multiplisere risikopremien for markedet med aksjens  $\beta$ . Formel vil da se slik ut:

$$\text{Risikofri rente} + \text{Risikopremie for markedet} \cdot \beta$$

Ved å inkludere skatten kan kapitalverdimodellen uttrykkes slik:

$$R_e = R_f(1-s) + (R_m - R_f(1-s)) \cdot \beta$$

$R_e$	= Avkastningskrav til egenkapitalen
$R_f$	= Risikofri rente før skatt
$R_m$	= Markedets risikopremie før skatt
$\beta$	= Systematisk risiko til aksjen
$s$	= Skattesats

Mer detaljerte forklaringer på innsatsfaktorene til avkastningskravet kommer under.

### **Risikofri rente**

I følge Boye og Meyer (2008) anbefales det å benytte den mellomlange (3-5 år) statsobligasjonsrenten når risikofri rente skal bestemmes. Risikofri rente representerer markedsavkastningen for investeringer uten systematisk risiko.

### **Markedets risikopremie**

De fleste investorer krever risikotillegg for å påta seg risiko, og krever høy avkastning hvis risikoen er stor. Risikopremien for markedet finnes ofte ved å beregne historiske risikopremier. Man antar at investorene historisk sett har realisert det risikotillegget de har forventet, og forutsetter videre at krav til fremtidig risikopremie tilsvarer historisk risikopremie (Boye og Meyer, 2008).

$$MP^s = R_m - R_f(1-s)$$

$MP^s$	= Markedets risikopremie etter skatt
$R_m$	= Markedets risikopremie før skatt
$R_f$	= Risikofri rente før skatt
$s$	= Skattesats

### **Beta**

Beta ( $\beta$ ) er et mål på den markedsspesifikke risikoen og viser hvor følsom en enkeltaksjes avkastning er for endringer i markedet generelt (markedsporteføljen). Dersom en investors investering er veldiversifisert, at den holder markedsporteføljen, vil kun den systematiske risiko være relevant risiko. Resten av aksjens kursvariasjon, som er den usystematiske risikoen, vil det ikke kreves kompensasjon for. Betaverdien til markedsporteføljen er alltid 1. Risikotillegget skaleres opp eller ned med investeringens betarisiko avhengig av om investeringens risiko er større eller mindre enn markedsporteføljen. Dersom hovedindeksen for Oslo Børs går opp med 1 %, vil en forvente endret avkastning på 0,5 % for en aksje med



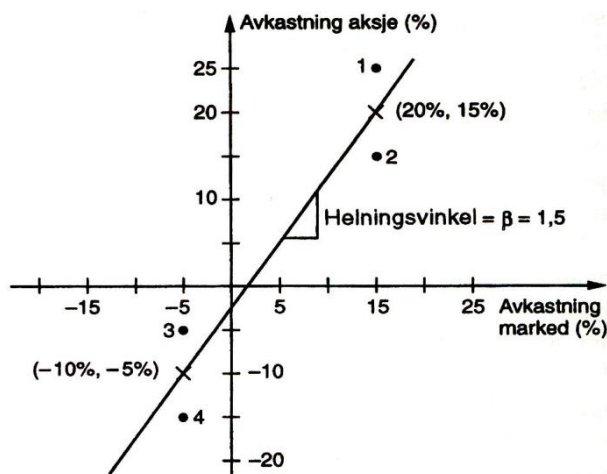
betaverdi på 0,5. Dersom betaverdien derimot er 2, vil det si at aksjen gir 2 % økt avkastning i forhold til markedet som går opp med 1 %. En negativ betaverdi betyr at aksjen beveger seg motsatt av markedsporteføljen. Det er sjeldent at en aksje har null eller negativ betaverdi i et velutviklet aksjemarked (Gjesdal og Johnsen, 2008).

Beta kan defineres som:

$$\beta_j \equiv \frac{\text{Investeringsens markedsrisiko}}{\text{representativ markedsrisiko}} = \frac{\text{Cov}(r_j, r_m)}{\text{Var}(r_m)} = \frac{\text{Korr}(r_j, r_m) \cdot \text{Std}(r_j)}{\text{Std}(r_m)}$$

- $\beta_j$  = Betaverdi til investering j
- $\text{Korr}(r_j, r_m)$  = Korrelasjon mellom aksjen og markedsporteføljens avkastning
- $\text{Std}(r_j)$  = Standardavvik til aksjens avkastning
- $\text{Std}(r_m)$  = Standardavvik til markedsporteføljens avkastning

En figur for å illustrere beregning av betaverdi:



Figur 1: Beregning av beta.

Kilde: Figur 7.1 i Boye og Meyer (2008).

I figur 1 er aksjens avkastning målt vertikalt og den tilhørende avkastning for markedet er målt horisontalt. Regresjonslinjen trekkes der man oppnår den beste lineære sammenhengen mellom aksjen og markedsporteføljen. Helningen på regresjonslinjen representerer aksjens beta. Det fremkommer i Gjesdal og Johnsen (2008) at estimert betaverdi for selskaper med lav likviditet ofte kan undervurdere virkelig verdi. Det forklares ikke nærmere om hva som defineres som lite likvide selskaper, bare at kapitalverdimodellen bør brukes med omhu for lite likvide børselskaper. Liten børsomsetning gir en treg kurs, hvor endringer ofte kommer forsinket i forhold til andre aksjer, noe som kan medføre at betaverdi undervurderer virkelig verdi. Videre innebærer en lav likviditet at en likviditetspremie skal legges til

avkastningskravet. Aker Capital Fund AS, Marine Harvest ASA og Verdipapirfond Odin eier til sammen i overkant av 87 prosent av aksjene i Aker Seafoods. Vi skal senere i analysen ved hjelp av regresjon beregne en betaverdi for Aker Seafoods som vil bli benyttet i kapitalverdimodellen. Det vil deretter diskuteres om en likviditetspremie som Gjesdal og Johnsen foreslår, er fornuftig å legge til i avkastningskravet.

### 2.10.2 Avkastningskrav til totalkapitalen, WACC

Ved å benytte avkastningskravet for totalkapitalen finner vi ut hva hver investerte krone vil gi i avkastning for å forrente avkastningskravet til både eierne og kreditorene. Lånegiverne skal ha forrentet markedsverdi av lånekapitalen, og aksjonærene av egenkapitalen, derfor må vi benytte markedsverdier når vi skal beregne vektene i uttrykket nedenfor. Hvis lånene har flytende rente er markedsverdien på gjelden lik den bokført gjelden. Markedsverdien av egenkapitalen er normalt langt høyere enn den bokførte, derfor vil EK-andelen i WACC-formelen være høyere enn den bokførte EK-andelen. Det tas bare med den rentebærende gjelden i vektene. Det betyr at kontantoverskuddene som vi skal beregne kun skal betjene egenkapitalen og den rentebærende gjelden (Boye og Meyer, 2008). Avkastningskravet for totalkapitalen beregnes slik:

$WACC = EK\text{-andel} \cdot \text{Aksjonærenes avkastningskrav etter skatt} + Gjeldsandel \cdot \text{Lånerente (1-skattesats)}$

$$WACC = \frac{EK}{EK + G} \cdot R_e + \frac{G}{EK + G} \cdot R_g (1 - s)$$

$EK$  = Markedsverdi egenkapital  
 $G$  = Markedsverdi gjeld  
 $R_e$  = Avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt  
 $R_g$  = Gjennomsnittlig rentekostnad på gjeld  
 $s$  = Skattesats

Det mest korrekte avkastningskravet for totalkapitalen hadde vært å beregne WACC for hvert enkelt år, da egenkapital- og gjeldsandelen kan variere. I følge Miller-Modigliani-hypotesen er avkastningskravet for totalkapitalen uavhengig av hvordan selskapet er finansiert. Hvis egenkapitalandelen går ned, så vil WACC være den samme. Dette er fordi avkastningskravet for egenkapitalen vil bli redusert på grunn av en lavere finansiell risiko og beta reduseres deretter, og lånekostnaden vil bli redusert på grunn av økt sikkerhet for lånegiverne. Boye og Meyer (2008) tror at de forutsetninger Miller og Modigliani tar ved utviklingen av sin

hypotese tilnærmet gjelder i Norge. Men, hypotesen er utledet under strenge forutsetninger og vil ikke alltid fungere i praksis.

## 2.11 Verdivurderingsmodeller

Det finnes flere forskjellige metoder for å beregne verdien til et selskap, og de kan deles inn i to hovedgrupper: Inntjeningsbaserte og balansebaserte modeller. Verdien av et selskap vil variere, avhengig av hvilken modell som benyttes. Vi vil benytte flere av modellene i vår verdivurdering for å få en oversikt over hvor ulike verdiene blir. Vi vil videre i analysen beskrive modellene som vi skal benytte i forbindelse med verdivurderingen av Aker Seafoods.

### 2.11.1 Inntjeningsbaserte modeller

Inntjeningsbaserte modeller tar utgangspunkt i å estimere fremtidig inntjening, uavhengig av reelle verdier. Egenkapitalen estimeres på bakgrunn av forventet inntjening.

Inntjeningsbaserte metoder vi skal benytte er:

- Dividendemodellen
- Kontantstrømsbaserte modeller
- Multiplikatormodellen

#### 2.11.1.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen finner verdien av hver aksje ved utgangspunkt i utbetalt utbytte til aksjonærene. Verdien på en aksje kan etter dividendemodellen beregnes på denne måten:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + R_e)^t}$$

$P_0$  = Verdi av en aksje på verdsettelsestidspunktet, eller markedsverdi av selskapets EK

$t$  = Tidspunkt, år i budsjettperioden

$D_t$  = Forventet dividende per aksje i år  $t$ , eller totalt utbetalt dividende til dagens aksjonærer

$R_e$  = Avkastningskrav til egenkapital

Dersom man antar at dividenden vil øke med samme prosent per år i all fremtid, kan dividendemodellen forenkles ved hjelp av en formel kalt Gordons formel:

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

$g$  = Evig vekstfaktor

Modellen blir kalt konstant-vekst dividende modell, der  $k \geq g$  for å unngå negative verdier. Man trenger kun å estimere neste års dividendeutbetaling samt et anslag på vekst og avkastingskrav. Dette er en stor forenkling, og Gordons formel blir sjeldent brukt alene til hele verdsettelsen.

Det er ikke vanlig å bruke dividendemodellen i Norge, men i USA blir den benyttet en del. Dette er fordi amerikanske bedrifter deler ut en større andel av overskuddet til aksjonærene enn hva norske bedrifter gjør. Utdelingsforholdet har økt en god del i store norske børsnoterte selskapene de siste årene, og vi vil benytte denne modellen for å verdsette Aker Seafoods (Boye og Meyer, 2008).

### **2.11.1.2 Kontantstrømsbaserte modeller**

Kontantstrømsbaserte modeller (Discounted Cash Flow, DCF) prognostiserer den fremtidige inntjeningen basert på historiske regnskapstall, og utarbeider budsjetter for 5-15 år for å kunne verdsette nåverdi av egenkapitalen. Kontantstrømsmetoden blir mye brukt under verdifastsetting av selskaper fordi den tar hensyn til fremtidig inntjening og diskonterer til nåverdi. Det finnes to hovedmodeller innenfor kontantstrømsbaserte modeller: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Det anbefales i de aller fleste tilfeller å benytte totalkapitalmetoden med unntak av banker og livsforsikringer. Economic Value Added og NOPLAT er andre kontantstrømsbaserte metoder som vi vil benytte i analysen, og forklares senere.

For å gjennomføre kontantstrømsanalyser må det anslås en fremtidig utvikling for selskapets kontantstrøm. Dette omhandler blant annet omsetning, kostnadsnivå og utvikling av balanseposter. Når dette er gjort for fremtidige perioder, skal de utregnede kontantoverskuddene diskonteres med en antatt diskonteringsfaktor. Svakheten med kontantstrømsbaserte modeller er at de består av en lang rekke med forutsetninger om fremtiden. Det er derfor viktig å bruke disse metodene som et støtteapparat og grunnlag for

sensitivitetsberegningene, og ikke bare som et beslutningsverktøy alene (Boye og Meyer, 2008).

### **Egenkapitalmetoden**

Egenkapitalmetoden går ut på å beregne kontantoverskuddet til egenkapitalen, og dermed beregne verdien av egenkapitalen. Ved å benytte denne metoden får vi synliggjort kontantstrømmen til EK, da disse legges til grunn for å beregne kontantoverskuddet.

For å bruke kontantstrømmetoden må regnskaps- og budsjettstørrelser legges til grunn. Det bør benyttes minimum 3 år med historiske regnskapstall, men gjerne flere. Regnskapstallene brukes for å utarbeide fremtidig budsjettstørrelser, og de burde gå over 5 til 15 år.

Kontantoverskuddet til egenkapitalen etter skatt beregnes slik:

Resultat etter skatt

+Avskrivninger

- Anleggsinvesteringer

- Økning omløpsmidler

+Økning rentefri gjeld

+Økning rentebærende gjeld

=Kontantoverskudd til egenkapitalen

Avskrivninger legges til fordi de er trukket fra ved beregningen av resultatet, og ikke medfører utbetalinger fra selskapet. Anleggsinvesteringer fratrekkes fordi disse medfører utbetalinger som ikke blir tatt hensyn til ved beregning av resultatet. Måten å regne ut anleggsinvesteringene er: UB investeringer + avskrivninger – IB investeringer. Økning i omløpsmidler, som primært omfatter utestående kundefordringer og varelager, skal også trekkes fra når vi skal gå fra resultat etter skatt til kontantoverskudd. Salgsinntekter inngår i resultat etter skatt. Dersom utestående fordringer øker i perioden vil innbetalingen være lavere enn salgsinntekten. Dermed må de økte kundefordringen trekkes fra for å komme fra resultat etter skatt til kontantoverskudd. Dersom varelageret øker i perioden vil utbetalinger fra selskapet bli høyere enn kostnadene, og derfor må økninger i varelageret trekkes fra. Økning av omsetningsavhengig kortsiktig gjeld må legges til beregningen fordi en slik økning medfører en positiv kontantstrømseffekt. For eksempel gjeld til en vareleverandør medfører at utbetalingene til leverandøren blir mindre enn varekjøpet. Økning i rentebærende gjeld må

også legges til fordi økningen medfører en kontanttilførsel som ikke tas hensyn til ved resultatberegningen.

Det siste historiske årsregnskapet til et selskap viser prosentvis økning (eller reduksjon) i kontantoverskudd til egenkapitalen. Ved å bruke en prosentsats som er lik de historiske kontantstrømmene kan en beregne fremtidige kontantstrømmer (Boye og Meyer, 2008).

### ***Totalkapitalmetoden***

Kontantoverskuddet til totalkapitalmetoden beregnes på basis av denne modellen.

Driftsresultat etter skatt  
+ Avskrivninger  
- Anleggsinvesteringer  
- Økning omløpsmidler  
+ Økning rentefri gjeld  
= Kontantoverskudd til totalkapitalen

Utgangspunktet for beregningen av totalkapitalmetoden, til forskjell fra egenkapitalmetoden, er driftsresultatet etter skatt. Det sees også bort fra endring i rentebærende gjeld. Det betyr at man beregner som om selskapet kun er finansiert av egenkapitalen (Boye og Meyer, 2008).

### ***Profitt utover avkastningskrav***

Economic Value Added (EVA) viser profitt utover avkastningskravet, og det er satt likhetstegn mellom EVA, Residual Income (RI) og superprofitt. Utrekningene av disse tre begrepene er i prinsippet de samme, men det er forskjellige regnskapsmessige forutsetninger som legges til grunn (Gjesdal og Johnsen, 2008). Av de tre verdsettelsesverktøyene har vi valgt å bruke EVA som profitt utover avkastningskravet i analysen. EVA tar hensyn til kapitalkostnadene og uttrykkes i kroner, derfor mener vi det er det beste prestasjonsmålet for vår analyse. Vi vil også beregne superprofitten for å sammenligne mot EVA. Dette er for å se om metodene gir like verdier selv om forutsetningene er forskjellige.

I EVA - metoden inngår det en beregning av kapitalkostnader og korrigerings av det regnskapsmessige resultatet for å få et bedre prestasjonsmål. Det kan foretas inntil 164 korrigerings av det tradisjonelle regnskapet. Disse betraktes som forretningshemmelige og er ikke gjort offentlig, derfor vil vi i analysen bare fokusere på beregning av kapitalkostnader (Gjesdal og Johnsen, 2008).

$$\text{Kontantstrøm EVA} = \text{Resultat før rentekostnader} - \text{skatt} - (\text{avkastningskrav} \cdot \text{sysselsattkapital})$$

EVA tar for seg fremtidige stimulerte kontantstrømmer, og vi deler metoden inn i to. Den første delen tar for seg budsjettperioden, der man neddiskonterer verdien av kontantstrømmen. Den andre delen er terminalverdien, og tar med verdiene i alle år etter budsjettperioden.

$$\text{Verdi EVA} = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{(1+WACC)^{T+1}}$$

$$\begin{aligned} EVA &= \text{EVA kontantstrøm} \\ g &= \text{Evig vekst} \end{aligned}$$

Denne metoden viser at et selskaps verdi er bokført verdi av investert kapital pluss nåverdi av all fremtidig økonomisk profitt. Dette vil si at hvis fremtidig profitt er lik null, er verdien av selskapet den bokførte investerte verdien. Ved å beregne verdi på denne måten blir sysselsatt kapital den største delen av verdianslaget. I forhold til dividende-, egenkapital- og total kapitalmetoden er ikke kontantstrømmen like viktig i EVA. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er rentebærende, og den rentebærende kapitalen sier hvor mye avkastning investorer og kreditorer kan forvente ved å gå inn i et prosjekt. Dermed viser EVA hvilken verdi prosjektet sitter igjen med når investorer og kreditorer har fått det de krever for å delta i prosjektet (Koller, Goedhart og Wessels, 2005).

Som nevnt tidligere er EVA og superprofitten tilnærmet lik. Utregningene skal i prinsippet være de samme, men det er regnskapsmessige forutsetninger som er forskjellige. Under ser vi formlene for å beregne verdi av superprofitt.

$$\text{Kontantstrøm superprofitt} = \text{Resultat etter skatt} - \text{krav til avkastning av EK}$$

Krav til avkastning av egenkapital er bokført EK multiplisert med avkastning av EK.

Kontantstrømmen til superprofitten tar utgangspunkt i resultat etter skatt, i motsetning til EVA som tar utgangspunkt i resultat før rentekostnad regulert for skatt (Boye og Meyer, 2008).

$$\text{Verdi superprofitt} = \text{Bokført EK} + \sum_{t=1}^T \frac{\text{Superprofitt}_t}{(1 + R_e)^t} + \frac{\text{Superprofitt}_{T+1}}{(1 + R_e)^{T+1}}$$

Ved beregning av superprofitt vil bokført egenkapital være den største delen av verdien, mens terminalverdien er størst ved bruk av EVA. Det betyr at superprofitt i mindre grad blir påvirket av faktorer og forutsetninger. Dette vil være interessant å undersøke i en sensitivitetsanalyse.

### **NOPLAT**

Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT) er driftsresultat etter skatt, og er det samme som Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) regulert for skatt,  $EBIT \cdot (1 - t)$ . Ved å benytte NOPLAT som utgangspunkt for kontantstrøm i en verdivurdering forutsetter man ingen reinvesteringer. Svakheten med denne metoden er at man reinvesterer i virksomheten for å beholde eksisterende eiendeler. Ved å benytte denne metoden kan man anta en evig levetid på selskapet, men ingen vekst. Man kan heller ikke anta vekst i budsjettperioden (Damodaran, 2002).

$$\text{Verdi NOPLAT} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{NOPLAT}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{NOPLAT}_{T+1}}{(1 + \text{WACC})^{T+1}}$$

### **2.11.1.3 Multiplikatormodell**

#### **Price/Earning**

Price/Earning (P/E) er en hyppig brukt multiplikator. P/E viser forholdet mellom en bedrifts markedsverdi og årsresultat.

Formelen for å beregne P/E:

$$P/E = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Resultat pr aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

P/E anvendes for å beregne selskapets markedsverdi i forhold til inntjening (Bøhren og Michalsen, 2002). Ut i fra det kan man se om en aksje er priset lavt eller høyt. Hvis P/E ligger mellom 0-14 vil aksjen enten ansees som underpriset eller at man antar en nedgang i selskapets inntekter. En fornuftig prising for de fleste bedrifter er en P/E mellom 14 og 20. Overstiger P/E 20 kan dette bety en overprising av aksjene eller at inntektene har vokst siden



siste resultatpublisering. P/E kan også finne ut hva markedet er villig til å betale for aksjen ved å multiplisere P/E tallet med resultat pr aksje.

### **2.11.2 Balansebaserte modeller**

Balansebaserte modeller tar utgangspunkt i den sist oppdaterte balansen til selskapet, og korrigerer for oppjustering eller nedjustering av verdier. Vanlige balansebaserte metoder er: Likvidasjonsverdi, matematisk verdi og substansverdi. Likvidasjonsverdiberegningen er den laveste verdien av det en selger kan akseptere og benyttes i de tilfeller det foreligger salgspres. Denne modellen vil vi ikke benytte da vi antar at Aker Seafoods er en virksomhet som ikke har tenkt å legges ned eller som befinner seg i en salgspreset situasjon. Matematisk verdi er verdien av den bokførte egenkapitalen i selskapet. Den bokførte verdien er preget av regnskaps- og skattelovgivning, og vanligvis vil ikke de reelle verdiene reflekteres (Boye og Meyer, 2008). Vi tar dermed bare for oss substansverdiberegningen videre i analysen.

#### **2.11.2.1 Substansverdimodell**

Substansverdiberegning tar utgangspunkt i bokført balanse. I litteraturen blir substansverdi definert på forskjellige måter. Vi vil definere substansverdien som markedsverdien av eiendeler fratrukket gjeld (Boye og Meyer, 2008).

Ved utarbeidelse av konsernregnskap er alle norske børsnoterte selskaper pliktig til å følge International Financial Reporting Standards (IFRS). IFRS karakteriseres som en standard hvor bruk av markedsverdi prinsippet er utstrakt. Det betyr at eiendom, anlegg og utstyr kan oppføres til virkelig verdi, gitt at man kan bestemme verdien med rimelig grad av sikkerhet (Huneide, Pedersen, Schwencke og Haugen, 2009).

Den norske regnskapsloven sier at finansielle eiendeler i en del tilfeller skal oppføres til markedsverdi. Det fremkommer av Boye og Meyer at man bør foreta en selvstendig vurdering av eiendelene når man foretar en substansverdiberegning. Verdien av omløpsmidlene og gjelden kan normalt anslås med stor grad av sikkerhet, mens anleggsmidlene kan være vanskelig å verdsette, da verdien ofte avviker betydelig fra bokførte verdier. Dersom det finnes et velfungerende annenhåndsmarked for anleggsmidlene er det mulig å komme frem til meningsfulle verdier. I slike tilfeller kan man innhente verdianslag fra aktører i markedet, for eksempel konsesjons- og skrogverdi fra skipsmeglere. Hvis det ikke foreligger markedsverdier for anleggsmidlene, vil verdsettelsen bli svært usikker.

Lån med flytende rente vil normalt gi tilnærmet lik verdi mellom bokført og virkelig verdi for gjelden. Lån med fast rente vil gi avvikende verdier mellom bokført verdi og gjeld.

Regnskapsførte beløp for omløpsmidler og gjeld kan dermed ikke uten videre aksepteres i forbindelse med en substansverdiberegning. Det er viktig at vurderingsprinsippene sjekkes, og dersom det er nødvendig bør regnskapstallene omvurderes til verdier som gir en ”virkelig” verdi for eiendelene.

Legger man markedsverdien til grunn ved en substansverdiberegning, kan virksomhetens virkelige verdi avvike fra substansverdien. Goodwill eller badwill kan påvirke dette. Goodwill kan for eksempel være når en virksomhet har et konkurransefortrinn ved at organisasjonen er veltrimmet eller har andre fordeler i forhold til andre aktører. Goodwill oppnås også ved kjøp av et annet selskap. Det anbefales av Boye og Meyer å basere verdsettelsen på en kontantstrømsbasert verdsettelsesmodell i tilfelle det foreligger goodwill. I noen tilfeller er det mulig å skille ut elementet av goodwill og dermed kan det være aktuelt å inkludere verdien på goodwill i tillegg til substansverdien.

Kjøper man enkeltstående eiendeler vil kostprisen tilsvare avskrivningsgrunnlaget. Markedspriser som oppgis forutsetter at det er samsvar mellom kostpris og avskrivningsgrunnlag. Kjøper man aksjer, som er eierandeler i et selskap, skjer det ingenting med avskrivningsgrunnlaget. Hvis markedsverdien er høyere enn skattemessig nedskrevet verdi for eiendelene, kan dette være ugunstig, og gunstig dersom det motsatte er tilfellet. Nåverdien av de økte skattene finnes ved denne formelen:

$$\frac{\text{Tap avskrivningsgrunnlag} \cdot \text{Avskrivningssats} \cdot \text{Skattesats}}{\text{Avkastningskrav} + \text{Avskrivningssats}}$$

Avkastningskrav er som regel risikofri rente etter skatt, og tap avskrivningsgrunnlag er markedsverdi fratrukket bokført verdi. Avskrivningssatsen avhenger av hvilke eiendeler det skal beregnes for og finnes i skatteloven.

En annen faktor som er viktig å undersøke når det gjelder substansverdimetoden er om virksomheten har fremførbart underskudd. Dersom dette er tilfellet, må en ta forutsetninger for å kunne beregne verdien av disse. Eksempel på en forutsetning kan være hvor lang tid det tar å dekke inn det fremførbare underskuddet (Boye og Meyer, 2008). En bedrift vil kunne utligne årets resultat mot et fremførbart underskudd, og dermed spare skatt. Det betyr at et fremførbart underskudd kan ha en verdi på 28 % av den bokførte verdien.

For AKS kan det blant annet nevnes at verdien av konsesjoner, trålerne og anlegg kan ha betydelig høyere eller lavere verdi enn det som er balanseført.





## **2.12 Diskusjon**

Det finnes mange metoder for å verdsette et selskap. Begrunnelsen for at vi tar med flere metoder er for å undersøke hvor stor differanse de ulike metodene gir. Metodene kommer frem til ulike verdier, da de konsentrerer seg om ulike aspekter og tar utgangspunkt i forskjellige faktorer. Ved å bruke flere ulike metoder vil vi få et bredere utgangspunkt for en diskusjon i forkant av konklusjonen. Uansett hvilken konklusjon vi kommer frem til, vil den faktiske verdien av selskapet basere seg på et kompromiss mellom selger og kjøper. Det vil si hva selger er villig å selge for og hva kjøper er villig til å betale.

### 3 Beskrivelse av selskapet og næringen

#### 3.1 Aker Seafoods ASA

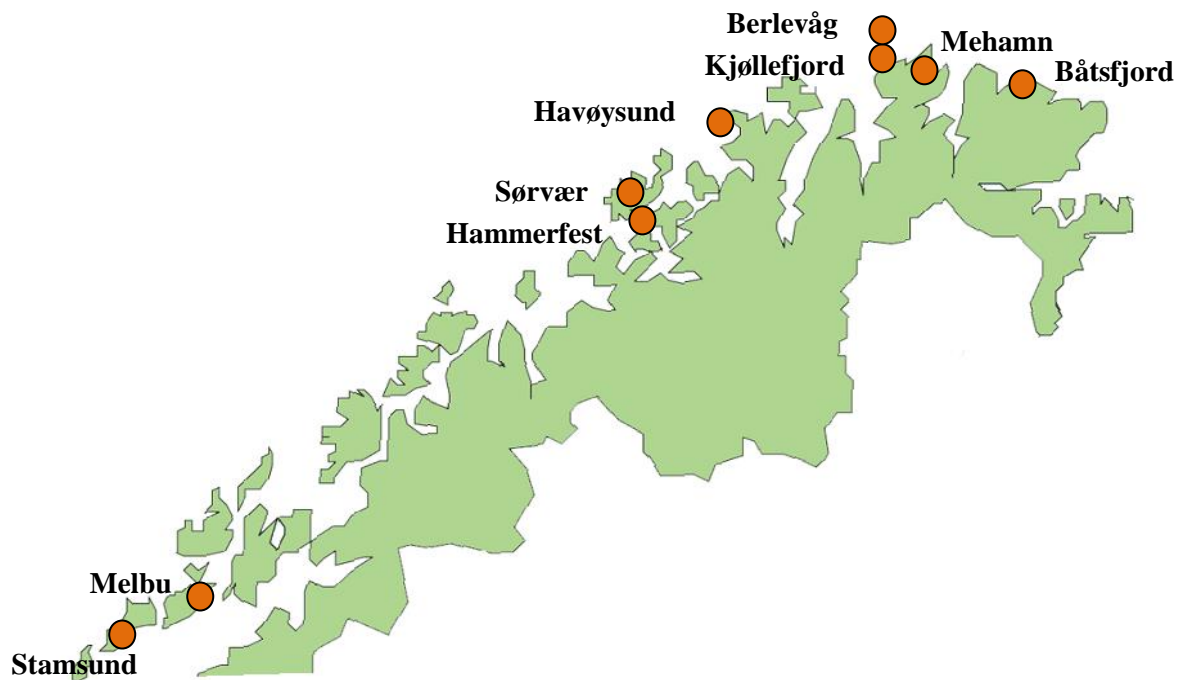
Norway Seafoods ble stiftet i 2003 som et aksjeselskap med virksomhet innen fangst, foredling og salg av hvitfisk i Norge, Danmark og Storbritannia. I mars 2005 fusjonerte Norway Seafoods med West Fish-Aaresæther AS og Nordic Sea Holding AS, og fikk navnet Aker Seafoods (AKS). Selskapet ble børsnotert i mai 2005<sup>1</sup>. Etter sammenslåingen kontrollerte AKS rundt 29 torskekonsesjoner/lisenser, 11 foredlingsanlegg og 16 trålere. AKS ble med dette ett av de største fiskeriselskapene i Europa med kvoterettigheter til å fiske rundt 50.000 tonn torsk (Børsprospektet 2005).

	Eksisterende virksomhet	West Fish Aarsæther	Nordic Sea Holding	
Fangst 	18.5 lisenser 11 trålere	7.1 lisenser 3 trålere	3.4 lisenser 2 trålere	29 lisenser 16 trålere
Foredling 	8 foredlingsanlegg	3 foredlingsanlegg	0 foredlingsanlegg	11 foredlingsanlegg
Salg og distribusjon 	Pan-Europeisk nettverk	Pan-Europeisk nettverk	Nordic Group Salg Europa/US	Pan-Europeisk nettverk

Figur 2: Oversikt over AKS sine aktiva rett etter sammenslåingen i 2005.

Av figur 2 kan vi se Aker Seafoods verdikjede og aktiva jf børsprospektet. Verdikjeden består av tre ledd: Fangst, foredling og salg og marked. I dag har selskapet 12 trålere som fisker torsk, sei og hyse i norsk farvann. I tillegg opererer selskapet to spanske trålere med fiskerettigheter i Barentshavet. Foredlingsleddet består i dag av åtte heleide anlegg i Norge, tre i Danmark og to i Frankrike. Fangsleddet til AKS leverer fangst til foredlingsanleggene i Norge, og det utgjør omtrent halvparten av anleggens råstofforbruk. Videre er selskapet medeier i ett produksjonsanlegg og eier av tre konvensjonelle anlegg i Finnmark og Troms. I Norge fremstiller selskapet fileter, loins, porsjons- og halestykker av torsk, sei og hyse.

<sup>1</sup> Tickerkode AKS



Figur 3: Geografisk oversikt over hvor anleggene til AKS i Norge befinner seg.

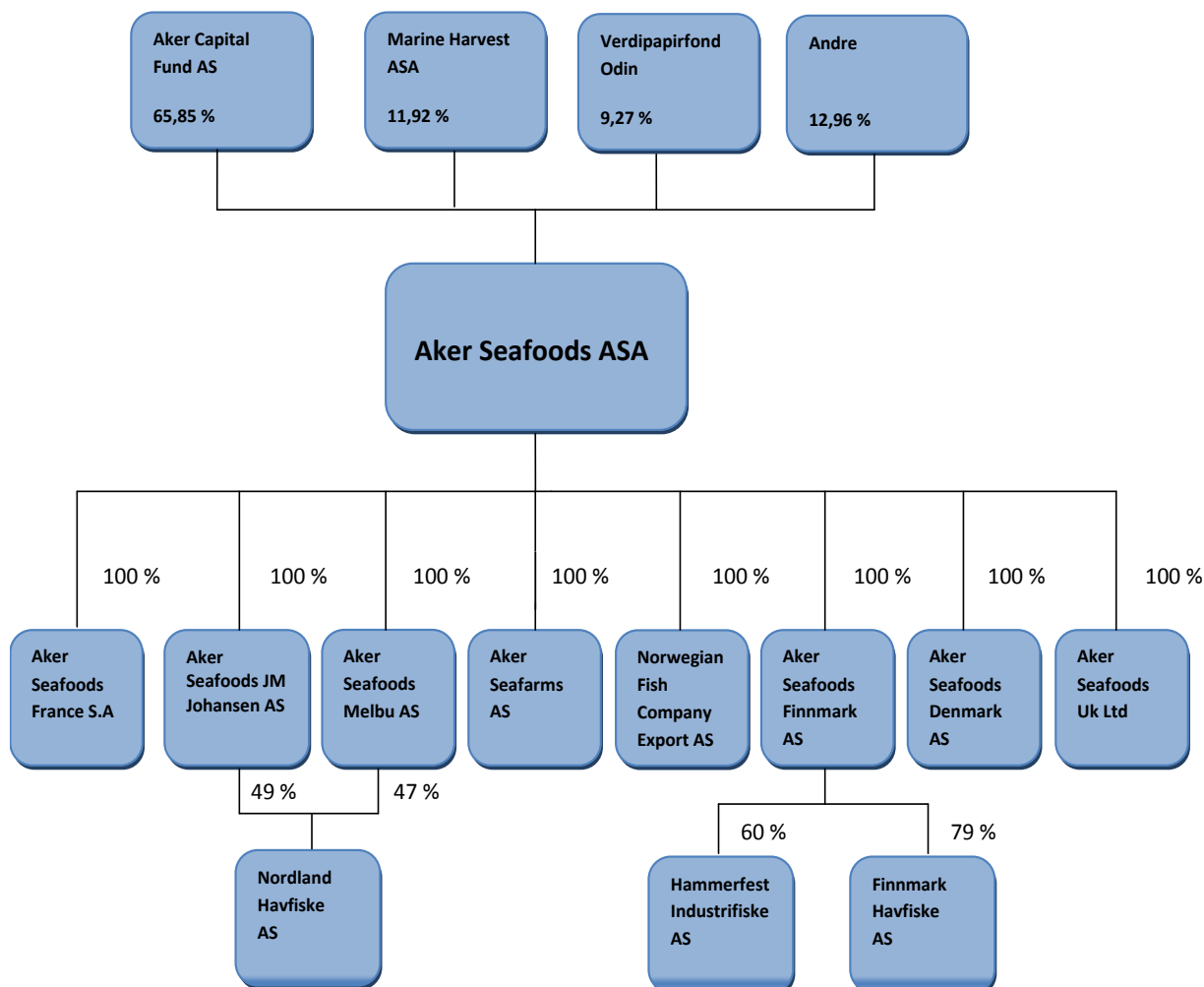
Her ser vi AKS sine åtte heleide anlegg i Norge. Av figuren ser vi ni punkter, dette er fordi anlegget Aker Seafoods Nordkyn har to avdelinger, et i Kjøllefjord og et i Mehamn.

Anleggene tar imot fangst fra egne trålere, samt fangst fra andre og mindre fartøy. Det er vanskelig for mindre fartøy å levere fangsten over et større geografisk område, dermed kan eiendelene i anleggene sees på som et lokaliseringsfortrinn for AKS. Dette vil være en immateriell verdi, som kan være viktig i forbindelse med verdifastsettelsen av selskapet.

Verdikjedens siste ledd er salg og marked. Produktene markedsføres hovedsakelig i Europa, med Norden og Frankrike som hovedmarkeder, men resten av Europa er også et viktig marked. Aker Seafoods har gode forbindelser til de største dagligvarekjeder, videreforedlingsbedrifter og merkevareselskaper i Europa [3].

I 2007 kjøpte Aker Seafoods opp 60 % av det spanske rederiet Pesquera Ancora S. L, med en opsjon på å kjøpe resterende 40 %, og 50 % av Norwegian Fish Company Export AS. I 2008 ble de resterende 50 % av aksjene i Norwegian Fish Company Export AS kjøpt opp av AKS. Samme året kjøpte de opp 70 % av det franske sjømatelskapet Viviers de France og 30 % av aksjene i Mare AS. Gjennom alle disse oppkjøpene har Aker Seafoods styrket sin posisjon som europeisk leverandør av sjømat (Årsrapport 2008).

Oversikten over AKS eierstruktur ser vi i figur 4. Selskapet har én stor aksjeeier, Aker Capital Fund AS (eid av Aker ASA), med en eierandel på 65,85 %. Marine Harvest ASA eier 11,92 %, Verdipapirfond Odin eier 9,27 % og andre aksjonærer eier de resterende 12,96 %. Marine Harvest kom inn på eiersiden i 2008. Året før eide DnB NOR Markets 11,92 %, men hadde per 05.02.10 en eierandel på 1,67 %.



Figur 4: Oversikt over eierstruktur til AKS 2009.  
Kilde: Årsrapport 2009

Av figuren ser vi at AKS eier en rekke heleide datterselskaper. Aker Seafoods J M Johansen, Aker Seafoods Melbu og Aker Seafoods Finnmark driver innenfor bransjen frysing av fisk, fiskefileter, skalldyr og bløtdyr, og eier tre trålfartøyer. Nordland Havfiske eier tre frysetrålere og to ferskfisktrålere, Hammerfest Industrifiske eier to kombitrålere og en ferskfisktråler, og Finnmark Havfiske eier to frysetrålere, en ferskfisktråler og en kombitråler. Norwegian Fish Company Export og Aker Seafarms driver innefor

bransjen engroshandel med fisk, skalldyr og bløtdyr. AKS eier også 93 % av Tromvik Fisk AS. I tillegg til de heleide datterselskapene, eier AKS også mange datterdatterselskaper 100 %, slik som blant annet Aker Seafoods Båtsfjord AS, Aker Seafoods Sweden AB og Viveros de los Pirineos S.A.

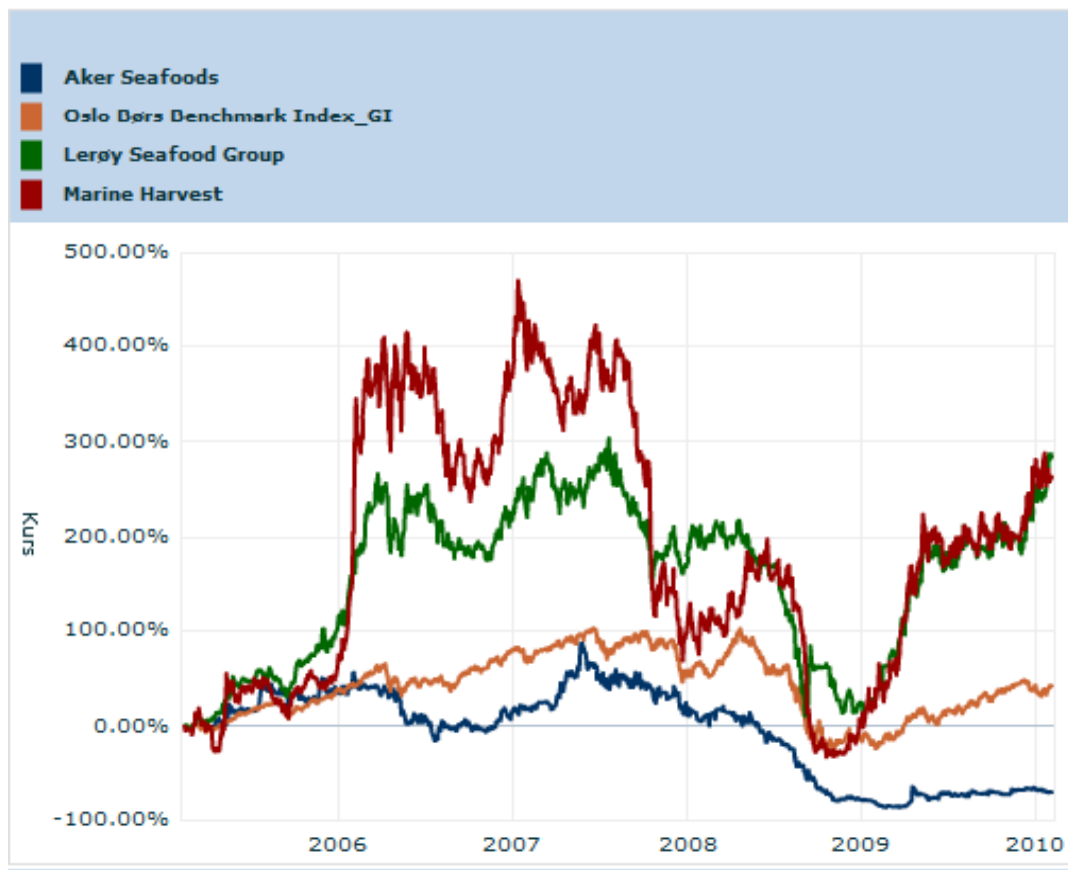
### **3.2 Sammenlignbare bedrifter**

Aker Seafoods, Marine Harvest og Lerøy Seafood Group inngår alle i konsumvareindeksen på Oslo Børs. Siden alle tre er innenfor fiskerinæringen vil vi derfor sammenligne AKS med Marine Harvest og Lerøy Seafood Group.

Marine Harvest (MHG) er verdens største oppdretter av laks, og produserer en fjerdedel av all oppdrettslaks i verden. MHG leverer behandlet laks og annen sjømat til mer enn 70 markeder over hele verden [4].

Lerøy Seafood Group (LSG) er nest største oppdretter av laks og ørret i verden. Største delen av produksjonen forgår i Norge, men de har også produksjon i Skottland gjennom et 50 % eid datterselskap. I tillegg til oppdrett driver LSG med distribusjon, salg og markedsføring av sjømat. LSG eier fire slakterier og to videreforedlingsfabrikker i Norge [5].

Slik vi ser i figur 5 ligger AKS under hovedindeksen innenfor femårsperioden, mens MHG og LSG ligger over indeksen. Markedsverdien til MHG og LSG, på henholdsvis 18 og 6 milliarder NOK, er betraktelig høyere enn AKS sin markedsverdi på 0,6 milliarder NOK i slutten av 2009.



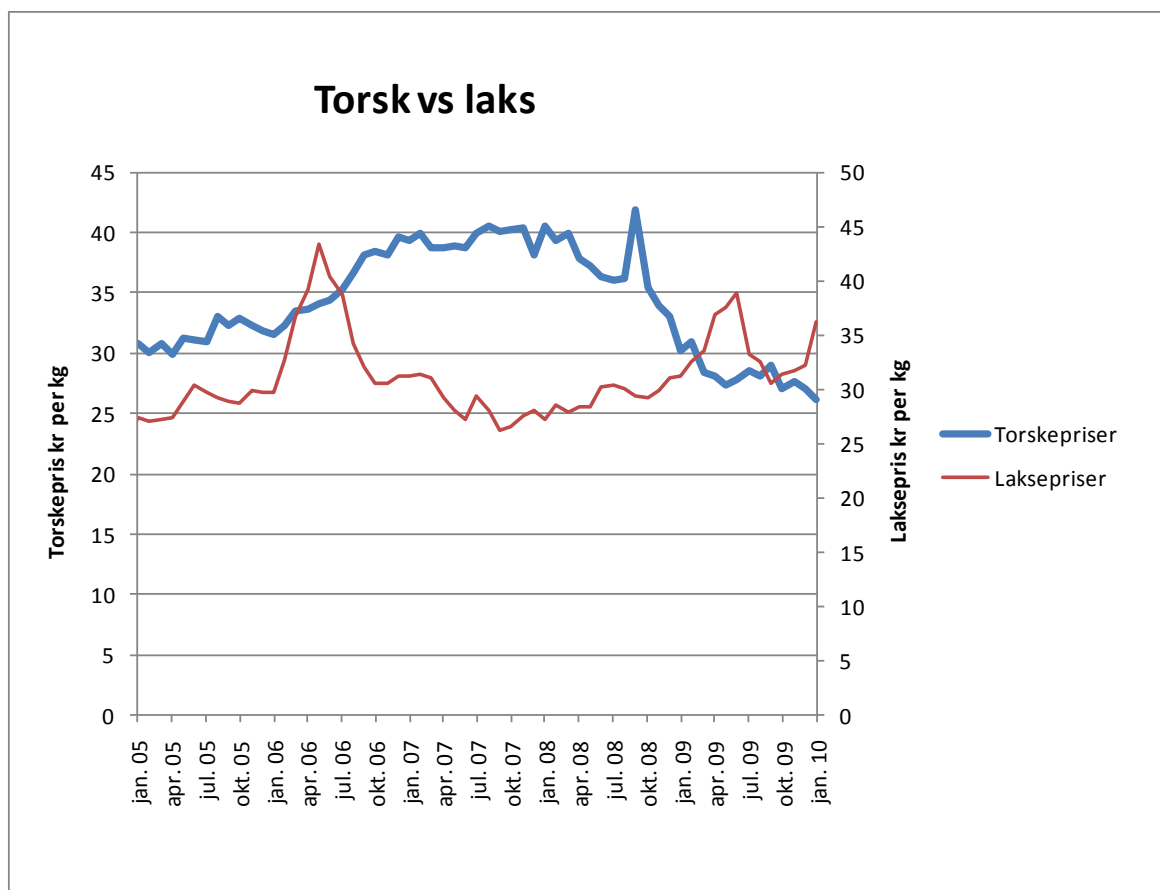
Figur 5: Relativ utvikling på aksjekursene til AKS, LSG, MHG og indeksen.

Kilde: Grafen er hentet fra Oslo Børs 10.03.10

Kursutviklingen for alle tre selskapene, fra 2005 og fram til i dag, har utviklet seg forskjellig. I forhold til indeksen og AKS, har LSG og MHG hatt store svingninger i perioden og en kraftig oppgang fra slutten av 2008 fram til i dag.

AKS sin kjernevirksomhet består av fangst, distribusjon, og salg og marked, der hovedproduktene er torsk, sei og hyse. LSG og MHG driver begge innenfor virksomhet hvor kjerneområdet er oppdrett av laks. Oppdrett av laks ligger innenfor en annen næring enn hvitfisknæringen, noe som betyr at forskjellige faktorer kan påvirke utviklingen og resultatene til selskapene. Blant annet har prisen på torsk og laks utviklet seg ulikt, noe som i stor grad påvirker inntjeningen til selskapene.





Figur 6: Nominell pris til torsk og laks i perioden jan. 2005 – jan. 2010.

Kilde: Tall fra Eksportutvalget for fisk

Fra figur 6 ser vi prisutviklingen for torsk og laks. Torskeprisen blir representert ved hjelp av et gjennomsnitt av fersk-, rund fryst-, fryst filet- og saltet torsk. Vi har regulert for prisen på tørrfisk og klippfisk slik at de ikke er med i gjennomsnittet, da de ikke inngår i salgsproduktene til AKS. Vi ser ut i fra figuren at torskeprisen ble kraftig redusert fra oktober 2008, fra ca 42 NOK per kg til 27 NOK i januar 2010. I samme periode økte prisen på laks frem til midten av 2009. Prisen hadde en liten nedgang, men begynte raskt å stige igjen.

Reglementet for fangstkonsesjon og oppdrettskonsesjon utgjør også en forskjell mellom næringene. Blant annet sier deltakerloven at utenlandske personer og selskap ikke kan eie mer enn 40 % i et selskap som eier fartøy med konsesjon. Denne restriksjonen gjelder ikke for oppdrettsnæringen, hvor eksempelvis over 70 % av Marine Harvest eies av utenlandske investorer.

Det er ikke lett å sammenligne LSG og MHG opp mot AKS, men samtidig finnes det ingen andre selskaper innenfor Norge som er mer nærliggende konkurrenter enn disse to selskapene, i verken størrelse eller næring.

### 3.3 Historisk oversikt over hvitfiskindustrien i Norge

På bakgrunn av innhentet informasjon fra blant annet en arbeidsrapport fra Nofima og regjeringens nettsider, vil vi i dette avsnittet rette blikket mot historikken til hvitfiskindustrien, og da spesielt rettet mot fiskeflåten. Gjennom et intervju med daglig leder av Hermes AS, Jan Roger Lerbukt, har vi også fått synspunkter og informasjon om hva som har skjedd de siste fem årene i næringen.

Arbeidsrapporten til Nofima omhandler fiskeindustrien i Nord-Norge og Nord-Trøndelag. Strukturutviklingen i disse områdene har i det siste tiåret preget hvitfiskindustrien. I perioden 1995-2007 har redusert tilgang på råstoff og mindre filetproduksjon medført en reduksjon av antall bedrifter med en tredjedel, mens antallet sysselsatte nesten ble halvert. I 2007 var det nesten 120 færre bedrifter enn for 12 år siden.

Store endringer i antall bedrifter skjedde i 1996, i 1999 og årene 2002-2003. En medvirkende årsak til frafallet i 1996 var en innstramning av kravene knyttet til anleggenes kvalitetsmessige standard. Veldig mange bedrifter hadde drevet på dispensasjon i en årrekke, og fikk beskjed om at ytterligere dispensasjon ikke ville bli gitt. I tillegg var 1996 et dårlig økonomisk år, og bedrifter valgte dermed å legge ned da de fant ut at det ikke var økonomisk mulig å foreta nødvendige investeringer.

Etter et godt år i fiskerinæringen i 1998, ble de norske kvotene på torsk og hyse i 1999 redusert med 25 og 35 prosent. Landing av fersk torsk og hyse fra Russland til Nord-Norge ble samtidig kraftig redusert, og dette rammet spesielt filetindustrien. Filetindustrien møtte også økt konkurranse og prispress fra filet produsert i Kina. Importen fra Kina til EU økte i 1999 med 50 % til 74 000 tonn, noe som tilsvarte den samlede eksporten av filet av hvitfisk fra Norge samme år (Bendiksen, 2009).

Strukturering av fartøy og kvoter har foregått siden 90-tallet med ulike politiske ordninger. Svein Ludvigsen (H) var fiskeriminister i perioden oktober 2001 til oktober 2005. Ludvigsen åpnet høsten 2004 opp for at fiskebåtrederne kunne strukturere evigvarende kvoter, noe som skapte sterke reaksjoner i opposisjonen. Kravet for å kunne slå sammen kvoter var at et fartøy ble tatt ut av drift og kondemnert. Strukturingsordningen skulle effektivisere og bedre driftsgrunnlaget for fiskerinæringen. En torsketråler kunne strukturere opp til 3 faktorer, noe som betydde en tredobling av kvoter for rundfrysetråler i forhold til tidligere år. Dette medførte en bedring av Aker Seafoods rammebetingelser, og i slutten av mars 2005 ble det

inngått avtale om å fusjonere selskapene Norway Seafoods, West Fish-Aarsæther og Nordic Sea Holding (Årsrapport 2005).

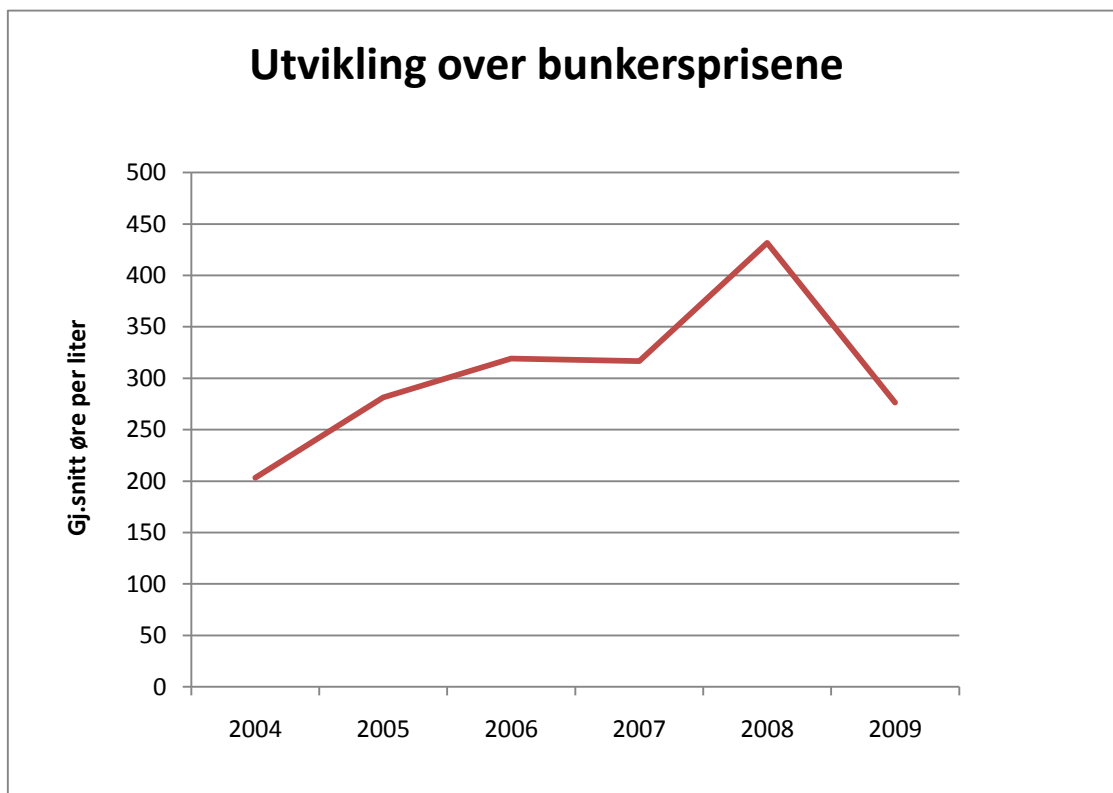
I 2010 kan fartøy med torsketråltillatelse og med kvotefaktor 1 fiske og lande en fartøykvote på inntil 921 tonn torsk, rund vekt. Dette gjelder fangst av torsk, sei og hyse nord for 62. breddegrad [6]. Fangst sør for 62. breddegrad, tildeles fartøy med torsketråltillatelse fartøykvote, der kvotestørrelsen bestemmes av type fartøy.

Helga Pedersen (Ap) var fiskeriminister fra oktober 2005 til oktober 2009. Pedersen endret i 2006 struktureringsordningene som Ludvigsen hadde åpnet for høsten 2004. Den nye strukturingspolitikken lot trålere som hadde strukturert før 01.01.07 beholde strukturkvotene 25 år, mens de som hadde strukturert etter denne datoen kun fikk beholde strukturkvotene 20 år. De opprinnelige kvotene som eksisterte før strukturingspolitikken var fortsatt evigvarende.

Store selskaper, slik som AKS, hadde kapital og anledning til å strukturere da Ludvigsen innførte ordningen, og fikk dermed beholde strukturkvotene i 25 år. Det gikk verst utover de mindre rederiene som kun hadde ett fartøy. De var nødt til å kjøpe et nytt fartøy for å kunne strukturere, og rakk da ikke tidsfristen. Reverseringen av Ludvigsens tidligere politikk var med på å skape stor uro blant rederier og fiskere. Det reagertes også på at det ble skapt et skille på fem år av Pedersen. I dag vurderer fiskebåtrederier å gå til sak mot staten, da de mener snuoperasjonen rundt struktureringen kan være i strid med Grunnlovens bestemmelser om tilbakevirkende kraft [7].

Fiskerinæringen merker fortsatt konkurranse etter kompetent mannskap og arbeidskraft. I 2007 fortsatte veksten i oljenæringen, noe som medførte at mange i fiskerinæringen gikk over til oljenæringen. Oljenæringen kunne tilby bedre lønnsordninger og mer stabile arbeidsforhold. På en annen side forsvant det mange arbeidsplasser etter struktureringen, men konkurransen fra oljenæringen kjentes likevel.

Den internasjonale finanskrisen begynte i 2007 og ble alvorlig i 2008. Markedene for sjømat ble påvirket, og førte til usikkerhet, mindre omsetning og fallende priser for saltfisk og klippfisk. Råoljeprisen økte sterkt både før og under krisen, og i slutten av andre kvartal i 2008 lå råoljeprisen per liter rundt 140 dollar (se vedlegg 1). Bunkersoljen har endret seg i takt med råoljen, men ikke i like stor grad. Dette betydde for mange en økning på to kroner per liter bunkersolje i 2008, sammenlignet med året før.



Figur 7: Viser utviklingen til gjennomsnittlig bunkerspris fra 2004 til 2009.

Kilde: Bunker Oil AS, Arthur Krohn Ringdal.

Figuren ovenfor viser gjennomsnittlig prisutvikling på bunkersoljen i perioden 2004-2009. Vi ser en tydelig prisøkning fra 2007 til 2008, noe som økte drivstoffkostnadene for alle i fiskeflåten.

Til tross for økte kvoter på torsk, sei og hyse i 2008 ble den totale landingen av hvitfisk i Norge redusert. En årsak til de lave landingene var at drivstoffkostnadene fortsatt var høye resten av 2008, selv om prisene begynte å avta slik figuren viser.

Island ble sterkt rammet av den globale finanskrisen, og den islandske kronen svekket seg kraftig sammenlignet mot Euro [8] (se vedlegg 2). Dette førte til at islandske produsenter solgte til lavere priser enn hva blant annet norske produsenter kunne, og ble en stor konkurrent for den norske fiskerinæringen.

En positiv faktor for den norske eksporten var at den norske kronen svekket seg i forhold til Euroen og at kvotene økte betydelig. Høsten 2008 kom en forbedret slumpfiskeordning på plass, noe som gjorde at inntil 20 % av et enkelt fartøys kvoter kunne overføres til et annet fartøy innenfor samme selskap og mellom fartøy som samarbeidet. Dette gjorde at trålerne til AKS økte muligheten til å kunne fiske hele året (Årsrapport 2008).

Mot slutten av 2008 og ved begynnelsen av 2009 opplevde deler av den norske fiskerinæringen sterkt fallende torskpriser, hvor markedet til slutt kollapset med stopp i omsetningen og økende lageroppbygging. På grunn av økt varelager i 2008 fisket de fleste rederiene sei i Nordsjøen i begynnelsen av 2009. Tidligere år har fiskeflåten fisket torsk i denne perioden.

For AKS endte omsetningen i første kvartal 2009 på 639 millioner NOK, som var en reduksjon fra 791 millioner NOK i samme periode året før. Nedgangen skyldtes i stor grad reduksjon i hvitfiskprisene. Fangstsegmentet prioriterte økt fangst av sei og hyse som i mindre grad ble benyttet i egen produksjon. Dette medførte at fangstsegmentet for AKS ble påvirket negativt i første kvartal, da sei- og hysefisket er mindre lønnsomt enn torskefisket. (1.kvartalsrapport 2009). Varelageret for AKS økte med over 42 % fra 2007 til 2008 som en følge av markedssituasjonen, spesielt fordi etterspørsel etter mengde på torsk falt.

Omfanget av ulovlig fiske har vært betydelig i mange år, og det jobbes stadig med tiltak for å redusere ulovlig fiske. EU vedtok i september 2008 at all import og landing av fisk i EU fra tredjeland skal medfølges et fangstsertifikat med virkning fra 1.januar 2010. Dette for å forebygge og stanse ulovlig, urapportert og uregulert fiske. Norge har gjennom lovgivningsprosessen støttet opp om EU sin forordning, og 3.september 2009 underskrev Norge en avtale med EU om norsk gjennomføring av forordningen. I Norge er det salgslagene som utsteder sertifikatene på vegne av Fiskeridirektoratet. Det landet hvor fartøyene er registret skal garantere for at landet fisk er innenfor regulerte fiskerier, og at mengden er innenfor kvoten som det enkelte fartøy besitter. Ordningen skal gjøre det vanskeligere for aktører å drive illegalt fiske, men det er da nødvendig at hvert land utøver kontroll. Fangstsertifikatet kan bidra til at AKS øker markedsandeler i EU landene.

Ulovlig fiske av torsk i Barentshavet ble betydelig redusert i 2008, og fra 2005 til 2008 var reduksjonen angivelig på hele 84 %. Norge og Russland samarbeider med å forvalte de felles bestandene i Barentshavet for å bekjempe ulovlig fiske. Fiskeprisene og kvotene har blitt påvirket negativt ved at ulovlig fisk blir solgt på markedet, og at fiskebestanden blir svekket. Slik situasjonen har forbedret seg i henhold til ulovlig fiske, har torskekvote økt med 20 % i 2009 og 16 % i 2010 [9].

MSC-ordningen (Marine Stewardship Council) er en miljøsertifisering. I juni 2008 ble sertifiseringen innført i Norge for all kommersielt fiske av sei i norske farvann. Ordningen stiller en rekke miljømessige krav til fisket, som for eksempel at fiskebestanden må være

forvaltet med forsvarlige kvoter og at fisket må være bærekraftig og ikke ødelegge økosystemet [10]. I løpet av 2008 ble syv av anleggene til AKS sertifisert for produksjon av miljømerket sei. Innførselen av sertifiseringen har bidratt til økt etterspørsel og økte priser på sei. Mengden på frosne fileter økte for AKS med 19 prosent fra 2007. AKS satt i gang i 2008 med å sertifisere torske- og hyseproduksjon, og samarbeider med bransjeorganisasjoner for å få dette godkjent i 2010. Det forventes at etterspørselen og pris vil øke når dette kommer på plass (Årsrapport 2009).

Norge er sammen med andre land opptatt av miljø og bærekraftig utvikling. For å bekjempe forurensning har myndighetene i ulike land besluttet tiltak for å redusere miljøutslipp. I november 2006 vedtok Stortinget å innføre avgift på utslipp av NO<sub>x</sub> (nitrogenoksider) fra 1. januar 2007. Formålet med NO<sub>x</sub>-avgiften var å redusere Norges årlige utslipp, og sammen med andre virkemidler bidra til å oppfylle Norges utslippsforpliktelse etter Gøteborgprotokollen [11]. For AKS resulterte dette i en ekstraavgift på 15 millioner NOK i 2007.

### **3.4 Fremtidsutsikter for hvitfisknæringen**

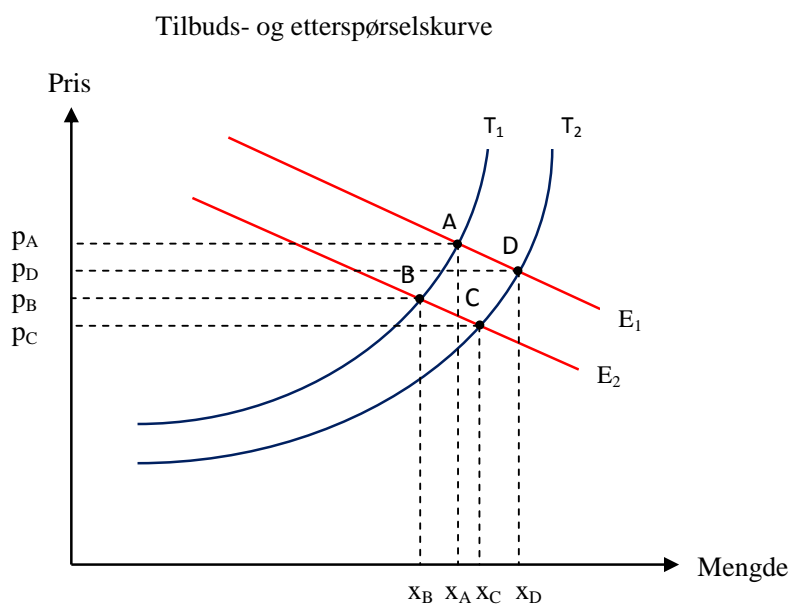
Verdien på et selskap er forbundet med hva selskapet kan generere av inntekter i fremtiden. Vi skal i dette avsnittet forsøke å synliggjøre hva vi tror kan være forventet fremtid for næringen. På denne måten kan vi forsøke å forutse hvordan fremtiden til AKS vil være, og hvordan inntekter og kostnader vil generere. På bakgrunn av intervju med Jan Roger Lerbukt (se vedlegg 3) som til daglig jobber innenfor næringen, forsøker vi å synse om fremtiden for fiskeflåten de neste 5-10 år.

Fiskebestanden tillot at kvotene fikk en kraftig økning i 2009. Dette var et kjærkommet tiltak for å bedre forholdene for næringen etter krisen i 2008. Det er vanskelig å forutse hvordan konsesjonsutviklingen blir, da dette blant annet avhenger av vurderinger av bestanden som kan variere fra år til år. Ut i fra informasjon vi har tilegnet oss fra Torskekonferansen 2009 holdt av Eksportutvalget for fisk, forventes det at kvotene i løpet av de neste par år vil fortsette å øke, men trolig ikke i like stor grad som i 2009-2010. Det er svært vanskelig å forutse hvordan konsesjonsutviklingen vil bli i et lengre tidsperspektiv.

Finanskrisen har avtatt og det antas at struktureringen vil fortsette. Videre jobber næringen for å legge press på regjeringen slik at den totale kvotefaktoren per fartøy øker fra 3 til 4 i løpet av kort tid. Dersom faktoren øker kan det bidra til å effektivisere fiskeflåten.

AKS har de seneste årene hatt en utfordrende konkurranse, spesielt innenfor frossesegmentet, som følge av produksjon og import av frosne produkter fra lavkostland. Torsk fra Barentshavet og Stillehavet, som blir foredlet i Kina, selges i konkurranse med torsk fra Norge i det europeiske markedet. Det har i tillegg også vært en økning av omsetning i Europa av andre lavprisprodukter, slik som pangasius, tilapia og alaska pollock (4.kvartalsrapport 2009). Tilapia og pangasius er for det meste oppdrettsfisk og EU begynte å importere fiskesortene i begynnelsen av årtusenskiftet. Største delen av produksjonen til pangasius foregår i Vietnam, og Kina er største produsent og eksportør av tilapia. Det er forholdsvis lave produksjonskostnader til artene og følgelig er pangasius og tilapia konkurransedyktig på pris sammenlignet med torsk. Både pangasius og tilapia har fiskekjøtt med annen smak og mindre næringsinnhold sammenlignet med laks og torsk, og er arter som i de seneste årene har hatt en sterk vekst inn mot europeiske markeder [12]. Alaska Pollock er en art som tilhører torskefamilien. Arten vokser hurtig og lever av krill, andre skalldyr og fisk. Pollock fiskes i hovedsak av USA, Sør-Korea og Russland og utgjør et av verdens største fiskerier [13]. Konkurransen fra disse substituttene antas å avta etter hvert som verdensøkonomien stabiliserer seg og folk generelt er mer trygge på hverdagen sin. Det vil medføre at etterspørselen etter mengde torsk, sei og hyse igjen stabiliserer seg og øker moderat.

Grafen i figur 8 kan illustrere hvordan tilbuds- og etterspørselskurven for hvitfisk har endret seg og hvordan forventninger aktører har til markedet i fremtiden. Punkt A, hvor tilbudskurven  $T_1$  og etterspørselskurven  $E_1$  krysser hverandre, er utgangspunktet.



Figur 8: Tilbuds- og etterspørselskurve

Et skift i etterspørselen, som følge av lavere inntekter eller redusert preferanse for varen hvitfisk, illustreres ved at etterspørselskurven skifter innover fra  $E_1$  til  $E_2$ . Skiftet resulterer i en reduksjon i mengde etterspørsel av hvitfisk fra  $x_A$  til  $x_B$  og en prisreduksjon fra  $p_A$  til  $p_B$ , og ligger da i punkt B. Tilbudet av hvitfisk har på samme tid økt som følge av blant annet kvoteforhøyelse og strukturering. Økningen kan illustreres ved at tilbudskurven skifter utover fra  $T_1$  til  $T_2$ . Dette medfører at mengden etterspurt hvitfisk øker fra  $x_B$  til  $x_C$ , og prisen reduseres fra  $p_B$  til  $p_C$ , og vi havner i punkt C. Dersom etterspørselen etter hvitfisk øker slik mange aktører forventer, kan dette illustreres ved at etterspørselskurven skifter utover fra  $E_2$  tilbake til utgangspunktet  $E_1$ , og havner i punkt D. I dette punktet øker etterspurt mengde til  $x_D$  og det oppnås også en prisøkning fra  $p_C$  til  $p_D$ . Her ser vi at etterspørselen etter mengden av hvitfisk har økt fra utgangspunktet  $x_A$  til  $x_D$ , mens prisen er blitt noe redusert fra  $p_A$  til  $p_D$ . Fiskeprisene på hvitfisken forventes å stige, men ikke nødvendigvis høyere enn tidligere pris, noe som grafen illustrerer.

Miljøutgifter kommer til å være en viktig faktor i fremtiden og fiskerinæringen vil være nødt til å bidra. Produsenter av sjømat opplever stadig økende krav fra både myndigheter og kunder om mer informasjon rundt fisket og miljøsidene av dette. Dokumentasjon på miljø og kvalitetsfaktorer knyttet til sporbarhet og produksjonsforhold kan gi selskaper slik som AKS fordeler i markedet, men er også kostbare investeringer (4. kvartalsrapport 2009).

Næringen i Norge har vært preget av stopp i flåteutbyggingen. For at næringen skal kunne drive mer lønnsomt, effektivt og miljøvennlig er det nødvendig med nye og mer innovative fartøy. Dette vil også være en konsekvens av en eventuell faktorøkning.

Kostnadene på drivstoff er en viktig faktor for alle innenfor fiskeflåten. Det er usikkerhet knyttet rundt utviklingen av bunkersoljen. Fra figur 7 illustrert i avsnitt 3.3 ser vi at gjennomsnittsprisen ble redusert etter 2008, og påvirker lønnsomheten til fiskeflåten i stor grad. Bunkerspriser har en tendens til å øke mer enn prisen på fisk, noe som gjør at det blir vanskeligere å kompensere for eventuelle økninger. Derfor er drivstoffkostnader et stort usikkerhetsmoment for næringen i fremtiden.

## 4 Regnskapsanalyse av AKS

I dette kapittelet skal vi gjennomføre ulike regnskapsanalyser. En regnskapsanalyse vil gi informasjon om AKS historiske og nåværende økonomiske situasjon. I tillegg vil det gi en pekepinne om fremtiden.



I egenkapitalrentabilitetsberegningen har vi benyttet markedsverdi på EK og gjeld. For å beregne markedsverdien til egenkapitalen vil vi benytte aksjekursen i slutten av hvert år fra og med 2005 til 2009, for så å multiplisere med antall aksjer som er utstedt i de forskjellige periodene. Det er enklere å beregne markedsverdien på gjelden. Markedsverdien på gjeld er tilnærmet lik den bokførte verdien, da AKS fører konsernregnskapene sine i samsvar med IFRS. En forskjell mellom IFRS og norske regnskapsstandarder (NGAAP) er hvordan eiendeler og gjeld skal vurderes. NGAAP bygger på forsiktighetsprinsippet, hvor eiendeler og gjeld skal vurderes etter laveste verdis prinsipp, mens IFRS krever at de skal måles til virkelig verdi. Med virkelig verdi menes markedsverdien på balansedagen (Huneide, *et al.*, 2009). AKS har fulgt regelverket til IFRS siden børsintroduksjonen i 2005, og derfor er gjeldstallene som er oppført i årsrapportene også markedsverdien på gjelden.

År	2005	2006	2007	2008	2009
Aksjekurs	36,90	24,54	32,53	5,54	7,88
Utstedte ordinære aksjer	48 646 016	48 565 116	48 646 016	48 646 016	84 646 016
Markedsverdi EK	1 795 037 990	1 191 787 947	1 582 454 900	269 498 929	667 010 606

Tabell 1: Markedsverdien på egenkapitalen til AKS fra 2005 til 2009

Tabellen viser markedsverdien på egenkapitalen, der antall aksjer er hentet fra årsrapportene til AKS. Aksjekursene er hentet fra Oslo Børs på den siste omsatte dagen hvert år.

Videre i regnskapsanalysen vil vi ikke legge stor vekt på 2005 tallene. AKS ble børsintrodusert i mai 2005, og dermed mangler konsernregnskapet månedene fra januar til mai.

## 4.1 Soliditetsanalyse

### 4.1.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapitalen, og hvor mye av eiendelene som kan gå tapt før lånegiverne og de øvrige kreditorene berøres.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{EK}{\text{Totalkapitalen}} \cdot 100\%$$

Høy egenkapital øker kredittverdigheten og muligheten for gunstig finansiering. Et vanlig krav til egenkapitalprosenten er at den bør være større enn 30 %, men det avhenger om hvor kapitalintensiv virksomheten er (Hoff, 2005).

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Sum EK</b>	905	980	1034	826	1083
<b>Totalkapital</b>	2750	2706	3069	3302	3160
<b>EK-andel</b>	32,91 %	36,22 %	33,69 %	25,02 %	34,27 %

Tabell 2: Egenkapitalandelen til AKS. Beløp i NOK millioner.

AKS har en EK-andel større enn 30 % de første årene, noe som tilsier at de har finansiert sine eiendeler på en akseptabel måte i følge Hoff. I 2008 går EK-andelen ned med hele 9 %, og kommer under grensen på minimum 30 %, men dette tar seg opp i 2009 da EK-andelen er på 34,3 %. Dette kan være en effekt av at AKS hadde en aksjeemisjon i september 2009, der aksjekapitalen ble forhøyet med 180 millioner NOK og et overskudd etter skatt på 74 millioner NOK.

#### 4.1.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvor stor gjelden er i forhold til egenkapitalen, og i hvilken grad en bedrift tåler et tap før det går utover forpliktelsene til lånegiverne.

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum gjeld}}{\text{Sum EK}}$$

Er gjeldsgraden på 1 vil det si at bedriften har like stor gjeld som egenkapital. Bedriften er mer solid jo mindre forholdstallet er. Høy gjeldsgrad innebærer stor finansiell risiko, der finanskostnader og likviditetsbehov for utbetaling til renter og avdrag er store. I en bedrift med høy gjeldsgrad vil investorene kreve et høyt avkastningskrav for å kompensere den høye finansielle risikoen.

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Sum Gjeld</b>	1844	1725	2034	2477	2077
<b>Sum EK</b>	905	980	1034	826	1083
<b>Gjeldsgrad</b>	2,04	1,76	1,97	3,00	1,92

Tabell 3: Gjeldsgraden til AKS. Beløp i NOK millioner.

AKS har større gjeld enn egenkapital i perioden. Forholdstallet varierer litt fra år til år, der vi ser at 2006 var det året som var mest solid, mens i 2008 hadde bedriften høy gjeldsgrad og dermed høy finansiell risiko. I 2009 forbedrer gjeldsgraden seg betraktelig, og en grunn kan være at egenkapitalen har økt. AKS kjøpte tilbake 99 % av et obligasjonslån fra Island som var på 4 milliarder NOK, og er den største grunnen til at gjeldsgraden ble redusert betraktelig. Obligasjonslånet ble kjøpt tilbake fordi rentekostnadene ble for høy samt at det var en valutarisiko mot islandske kroner som følge av den finansielle situasjonen hos motparten [14].

Gjeldsgraden sier derimot ikke om AKS har en sunn finansieringstilpasning. Det vil si om anleggsmidlene er fullt finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld.

### 4.1.3 Finansieringsgrad

Finansieringsgraden sier hvordan virksomhetens kapital er anskaffet og anvendt.

$$\text{Finansieringsgrad} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{(\text{LG} + \text{EK})}$$

Finansieringsgraden viser i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld. Den langsiktige kapitalen må i sin helhet finansiere anleggsmidlene, og bør også finansiere halvparten av de minst likvide omløpsmidlene (varelageret). Forholdstallet skal være mindre enn 1.

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Anleggsmidler</b>	2006	2066	2361	2451	2376
<b>Egenkapital</b>	905	980	1034	826	1083
<b>Langsiktig gjeld</b>	1399	1383	1569	1682	1455
<b>Finansieringsgrad</b>	0,87	0,87	0,91	0,98	0,94

Tabell 4: Finansieringsgraden til AKS. Beløp i NOK millioner.

Da alle finansieringsgradene er under 1, viser det at AKS har finansiert alle anleggsmidlene med langsiktig kapital, samt en del av omløpsmidlene. I 2007-2008 øker finansieringsgraden. Fortsatt er anleggsmidlene dekket av den langsiktige kapitalen, men det er ikke mye av omløpsmidler som blir finansiert av denne kapitalen. I 2009 gikk finansieringsgraden litt ned.

## 4.2 Lønnsomhetsanalyse

### 4.2.1 EBITDA

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) er et resultatmål som betyr fortjeneste før finanskostnader, skatter, avskrivninger og amortisering (avskrivning på goodwill). Siden EBITDA ser på selskapets driftsresultat uten å se på skatt, renter og avskrivninger, tas det ikke med utgifter til rentebetalinger (Brealey, Myers og Allen, 2006).

Richard J. Wayman (2002) påpeker fordeler og ulemper ved å benytte EBITDA som et lønnsomhetsmål. EBITDA brukes til å analysere lønnsomheten til et selskap før ikke-operative regninger og ikke-kontante kostnader. EBITDA eliminerer effekten av finansiering og regnskapsbeslutninger, og kan dermed benyttes til å analysere lønnsomheten mellom bedrifter og bransjer. EBITDA blir ofte benyttet som mål på kontantstrøm, noe som kan gi et

misvisende bilde siden det er stor forskjell mellom EBITDA og kontantstrømberegninger. Kontantstrøm fra driften er et lønnsomhetsmål som gir et bedre mål på hvor mye selskapet genererer, nettopp fordi det blant annet inneholder avskrivninger og endringer i arbeidskapital. Endringer i arbeidskapital er en faktor som avgjør hvor mye et selskap genererer, og må dermed tas hensyn til ved kontantstrømsberegninger. Poenget er at EBITDA kun kan benyttes ved å sammenligne selskaper og bransjer, og kan ikke brukes som et sentralt mål når investeringsbeslutninger skal foretas.

I årsrapportene til AKS er denne lønnsomhetsanalysen ofte benyttet, og er definert som driftsresultat før avskrivninger, amortiseringer og spesielle driftsposter.

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Driftsinntekter</b>	1 739	2 120	2 230	2 718	2 685
<b>Driftskostnader</b>	-1 603	-1 925	-2 052	-2 574	-2 493
<b>EBITDA</b>	136	195	178	144	192

Tabell 5: EBITDA til AKS. Beløp i NOK millioner.

I tabell 5 ser vi utviklingen for EBITDA. Driftskostnadene inneholder ikke avskrivninger. Vi ser at 2005 er det svakeste året for AKS. Mye av dette skyldes den lave driftsinntekten på kun 1 739 millioner NOK sammenlignet med de andre årene etter. Dette kan være fordi 2005 mangler noen måneder, og vi ser bort i fra denne beregningen. 2008 har også et dårlig resultatmål, men det skyldes ikke driftsinntektene. Grunnen er at varekostnaden har økt med nesten 20 %, noe som førte til at AKS hadde et stort varelager det året. Den beste EBITDA AKS hadde var i 2009. Det kan hende grunnen til at driftskostnadene ikke var så stor det året, var at AKS brukte av varelageret de hadde fylt opp året før.

AKS henviser mye til sine EBITDA, og derfor har vi valgt å ta disse beregningene med. Men vi mener disse tallene er misvisende siden de ikke tar med finanskostnader, avskrivninger og skatt, som kan påvirke i stor grad.

## 4.2.2 Rentabilitet

Rentabilitetsanalyse er et lønnsomhetsmål hvor resultat settes i forhold til kapital, altså man ser på hvor stor avkastning bedriften har hatt på sine ressurser (Kinserdal, 2008).

### 4.2.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Ved å beregne totalkapitalrentabiliteten fastlegger man lønnsomhetsnivået for alle ressursene som AKS forvalter. Analysen forteller hvor stor avkastning selskapet har hatt på den totale kapital som er bundet i selskapet for en gitt periode (Hoff, 2005).

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

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Driftsresultat</b>	60	152	102	24	14
<b>Finansinntekter</b>	23	22	23	70	192
<b>Eiendeler UB</b>	2 750	2 706	3 069	3 302	3 160
<b>Eiendeler IB</b>	2 750	2 750	2 706	3 069	3 302
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	3,0 %	6,4 %	4,3 %	3,0 %	6,4 %

Tabell 6: Totalkapitalrentabiliteten til AKS. Beløp i NOK millioner.

Tabellen viser utviklingen over totalkapitalrentabiliteten til AKS. Siden AKS ikke eksisterte som et børsnotert selskap i 2004, kan vi ikke beregne et gjennomsnitt av IB og UB på eiendelene i 2005. Vi har i stedet satt IB og UB lik hverandre i 2005.

Fra 2006 til 2008 har totalkapitalrentabiliteten utviklet seg negativt, fra 6 % til 3 %, for så å stige tilbake til 6 % i 2009. Totalkapitalrentabiliteten bør minimum være lik den gjennomsnittlige lånerenten bedriften betaler for sine lån, for å tjene nok til å forrente den samlede kapital som arbeider i selskapet (Hoff, 2005).

$$\text{Lånerente} = \frac{\text{Finanskostnader}}{\text{Rentebærende gjeld}} \cdot 100\%$$

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Finanskostnader</b>	66	71	106	220	109
<b>Rentebærende lån og kreditt</b>	1 166	1 115	1 230	1 304	1 097
<b>Rentebærende kortsiktig gjeld</b>	171	63	86	284	111
<b>Lånerente før skatt</b>	4,94 %	6,03 %	8,05 %	13,85 %	9,02 %
<b>Lånerente etter skatt</b>	3,55 %	4,34 %	5,80 %	9,97 %	6,50 %
<b>Gjennomsnittlig lånerente</b>					6,03 %

Tabell 7: Gjennomsnittlig lånerente til AKS i 2009. Beløp i NOK millioner.

Gjennomsnittlig lånerente kom på 6 % og totalkapitalrentabiliteten kom på 6 % i 2009. Ut i fra det Hoff sier så tjener AKS nok til å forrente den samlede kapitalen som arbeider i selskapet.

#### 4.2.2.2 Egenkapitalrentabilitet

Ved å beregne egenkapitalrentabilitet måler man avkastning på egenkapital. Det er ofte eierne som er opptatt av hvilken forrentning de oppnår på innskutt egenkapital i selskapet.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig egen kapital}} \cdot 100\%$$

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Ordinært resultat</b>	8	122	9	-79	74
<b>Egenkapital UB</b>	1 795	1 192	1 582	269	667
<b>Egenkapital IB</b>	1 795	1 795	1 192	1 582	269
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	0,4 %	8,2 %	0,6 %	-8,5 %	15,8 %

Tabell 8: Egenkapitalrentabiliteten til AKS. Beløp i NOK millioner.

Siden AKS ikke var børsnotert i 2004 setter vi også her egenkapital IB lik egenkapital UB i 2005. Egenkapitalen vi har benyttet i denne utregningen er markedsverdi på egenkapitalen.

Det kan ikke gis et korrekt svar på hvor stor egenkapitalrentabiliteten bør være, men egenkapitalen gir kun avkastning når selskapet genererer overskudd. Den innskutte egenkapitalen er risikoutsatt og har en alternativkostnad i form av et risikofritt alternativ, altså å plassere pengene i banken. Eierne krever derfor en risikopremie i tillegg til den risikofrie avkastningen som kan oppnås i en bank. Basert på dagens innskuddsrente i bank som ligger på ca 5 % p.a. er et generelt mål på egenkapitalrentabiliteten før skatt på rundt 18-20 % (Hoff, 2005). Fra beregningen ovenfor kan vi se at 2009 ga den høyeste egenkapitalrentabiliteten på 16 %. År 2008 er det svakeste året med en negativ avkastning på 8 %. Dette gjenspeiler at AKS hadde et underskudd det året. En medvirkende faktor til at det ordinære resultatet økte kraftig i 2009, er at det islandske obligasjonslånet ble tilbakekjøpt.

Problemer ved bruk av rentabilitetsberegninger er blant annet knyttet til verdivurderinger i regnskap. Både nevner og teller i en rentabilitetsanalyse vil bli påvirket av verdivurderinger, blant annet ved at markedsverdi på egenkapital avhenger av aksjekursen på en bestemt dag. I vår analyse beregner vi markedsverdien til EK ved å benytte den siste aksjekursen på siste handelsdag hvert år. Verdien kunne vært annerledes hadde vi benyttet en annen dato, da volatiliteten til AKS påvirker dette. Volatilitet på aksjekursen sier i hvor stor grad svingningene på kursene har vært i en bestemt måleperiode. Et selskap med høy volatilitet vil gi større spredning på markedsverdien, avhengig av hvordan dato man benytter. Dette gjør at rentabilitetsberegningene beregnes med stor usikkerhet (Eklund og Knutsen, 2003).

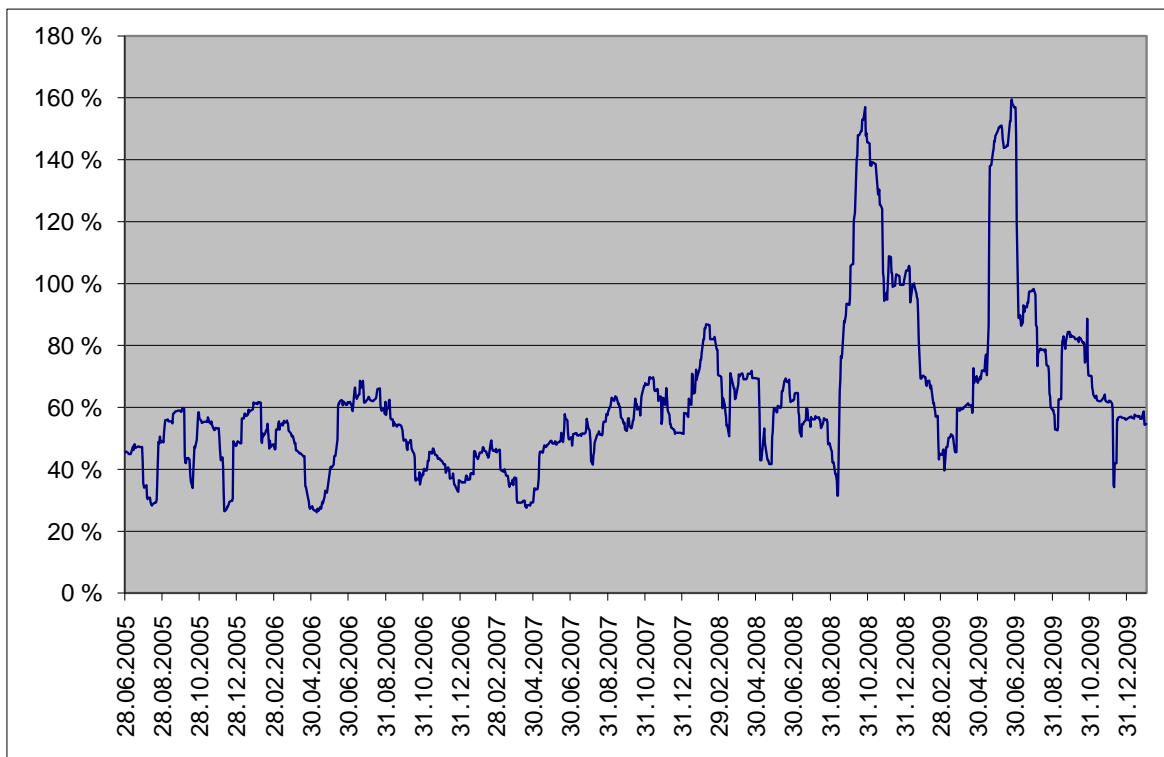
For å finne volatiliteten brukes denne formelen (Hull, 1997):

$$u_t = \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right) \quad \text{der } S_t \text{ er aksjekursen på dagsnivå.}$$

Videre beregnes standardavviket,  $SD(u_t)$ , for rullerende 30-dagers periode, og deretter

$SD(u_t) \cdot \sqrt{250}$  for skalerende årsnivå (250 handledager i året).

I figuren nedenfor ser vi volatiliteten til AKS representert og er omregnet til årsnivå.



Figur 9: Rullende volatiliteten til AKS fra 2005 til 2009.

Vi ser at volatiliteten er høyest fra slutten av 2008 til 2009. Dette vil si at aksjekursen, i de periodene med størst volatilitet, varierer mest.



Figur 10: Aksjekurs AKS

Kilde: Oslo Børs 10.03.10

I figur 10 ser vi hvordan aksjekursen til AKS har utviklet seg fra 2005 til 2009. Vi ser at volatiliteten og utviklingen for aksjekursen gjenspeiles i hverandre, og markedsverdien på egenkapitalen til AKS kan være forskjellig avhenging av hvilken dato som benyttes.

#### 4.2.3 Driftsmargin

Driftsmargin er et annet nøkkeltall som gir grunnlag for beregning av lønnsomhet. En høy driftsmargin vil si at selskapet har mindre kapitalkostnader enn et selskap med liten driftsmargin.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekt}} \cdot 100\%$$

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Driftsresultat</b>	60	152	102	24	14
<b>Driftsinntekt</b>	1 739	2 120	2 230	2 718	2 685
<b>Driftsmargin</b>	3,5 %	7,2 %	4,6 %	0,9 %	0,5 %

Tabell 9: Driftsmarginen til AKS. Beløp i NOK millioner.

Ut i fra denne tabellen ser vi at AKS har en veldig lav driftsmargin i 2008 og 2009. Dette gjenspeiler at de har et forholdsvis lavt driftsresultat på 24 og 14 millioner NOK i forhold til 102 millioner NOK i 2007. Dette er en reduksjon på omtrent 76 % og 88 %.



Samlet driftskostnader har økt betraktelig siden 2007. Blant annet har AKS kjøpt Viviers de France i 2008 for 157 millioner NOK, som er en del av disse økte kostnadene. I tillegg har avskrivningene økt, og de har nedskrevet 3 eldre fartøy. I 2009 har AKS nedskrevet eiendeler for 54 millioner NOK, og avskrevet mer enn året før.

#### 4.2.4 Overskuddsgrad

Overskuddsgrad beregner forholdstallene driftsresultat, finansinntekt og driftsinntekt. Nøkkeltallet gir oversikt over driftsresultat per salgskrone før gjeldsrenten er dekket.

$$\text{Overskuddsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekt}}{\text{Driftsinntekt}} \cdot 100\%$$

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Driftsresultat</b>	60	152	102	24	14
<b>Finansinntekter</b>	23	22	23	70	192
<b>Driftsinntekt</b>	1 739	2 120	2 230	2 718	2 685
<b>Overskuddsgrad</b>	4,8 %	8,2 %	5,6 %	3,5 %	7,7 %

Tabell 10: Overskuddsgraden til AKS. Beløp i NOK millioner.

Av tabellen ovenfor ser vi at det svakeste året er 2008, hvor overskuddsgraden lå på ca 3 % i motsetning til 2006 der overskuddsgraden var over det dobbelte. I 2009 begynte overskuddsgraden å komme opp på 8 % igjen.

#### 4.2.5 Avkastning på sysselsatt kapital

Avkastning på sysselsatt kapital er et forholdstall som sier noe om effektiviteten og lønnsomheten av et selskaps kapitalplassering.

$$\text{Avkastning på sysselsatt kapital} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekt}}{\text{Gjennomsnittlig sysselsatt kapital}} \cdot 100\%$$

Med sysselsatt kapital menes totalkapitalen minus rentefri gjeld. Den rentefrie gjelden til AKS er forpliktelser ved utsatt skatt, pensjonsforpliktelser, leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld. Beregningen indikerer hvor godt selskapet klarer å benytte kapital for å generere inntekter.

År	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Driftsresultat</b>	60	152	102	24	14
<b>Finansinntekter</b>	23	22	23	70	192
<b>Sysselsatt kapital UB</b>	2 242	2 159	2 350	2 412	2 291
<b>Sysselsatt kapital IB</b>	2 242	2 242	2 159	2 350	2 412
<b>Gj.snitt sysselsatt kapital</b>	2 242	2 201	2 255	2 381	2 352
<b>Avkastning på sysselsatt kapital</b>	3,7 %	7,9 %	5,5 %	3,9 %	8,8 %

Tabell 11: Avkastning på sysselsatt kapital til AKS. Beløp i NOK millioner.

Fra tabellen ser vi at 2008 er det svakeste året med hensyn på avkastning på sysselsatt kapital, men det har forbedret seg kraftig i 2009 ved at det fordoblet seg. Årsaken til dette er at finansinntektene økte kraftig i forhold til de andre årene, noe som er et resultat av gevinsten på tilbakebetalingen av obligasjonslånet.

### 4.3 Konklusjon av regnskapsanalysen

De fleste analysetallene i regnskapsanalysen viser at AKS har hatt dårlige resultater de seneste år. 2006 er det beste året og 2008 det dårligste. Grunnen til det spesielt dårlige året i 2008 kan være at finanskrisen slo kraftig ut. Det fremkommer i noen av analysene at resultatene i 2009 bedrer tilstanden til selskapet. Noe som kan bety at den negative trenden er i ferd med å snu.

I 2006 økte prisen merkbart på hvitfisk for førstehåndsmarkedet, med en økning på 12 % for torsk. For ferdigvaremarkedet var det en økning på 12 % for eksport av fersk filet og 8 % for frosne fileter. AKS fikk også gjennomført hoveddelen av den planlagte struktureringen av flåtene, der 21 operative fartøy (i 2003) ble redusert til 14 (Årsrapport 2006).

AKS forklarer det dårlige resultatet i 2008 med at prisen på hvitfisk ble kraftig redusert, spesielt på torsk og hyse. Siden 2007 redusertes prisen på frosne torskefileter med 5 % og hysen med 15 %. Høye drivstoffkostnader i første halvdel av 2008 medførte at totale landinger av hvitfisk ble redusert. Prisen på bunkersoljen svekket seg mot slutten av året, men prisnedgangen kom for sent til å ta igjen tapte landinger (Årsrapport 2008).

Til tross for at den norske kronen var svekket i forhold til euro og at prisene på ferdigprodukter var fallende i 2009, kompenserte prisnedgangen på bunkersoljen og høyere kvoter for dette (Årsrapport 2009).

### 4.4 Sammenligning mot bransjen

AKS er den største aktøren innenfor fiskerinæringen i Norge og har få konkurrenter å sammenligne seg mot. Det kan være interessant å undersøke hvordan AKS har utviklet seg sammenlignet mot den generelle bransjeutviklingen for hvitfisknæringen. Driftsundersøkelsen

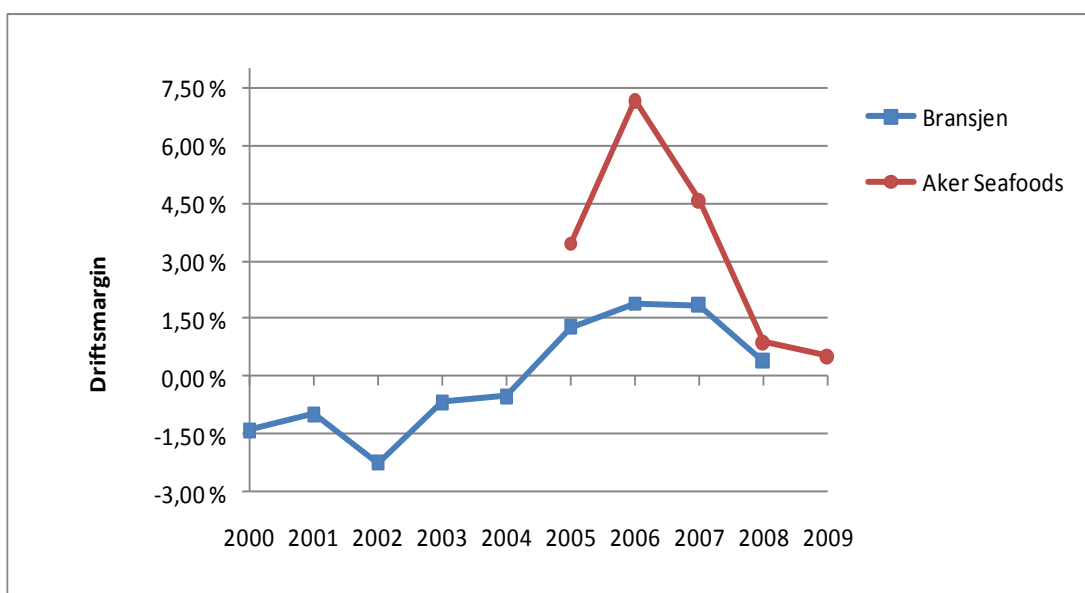
har vært gjennomført siden 70-tallet og omhandler lønnsomhet i norsk fiskeindustri. Den nyeste driftsundersøkelsen (Bendiksen, 2010) strekker seg fra 1993 til 2008.

Driftsundersøkelsens utvalg av bedrifter er kategorisert i industrigrener, sektorer og bransjer.

AKS er den største leverandøren av frosne hvitfiskprodukter i Norden og vi vil sammenligne AKS mot sektoren som driftsundersøkelsen kaller ”hvitfiskindustrien-fryserier”. Utvalget består av bedrifter som har sine primære aktiviteter innenfor filetindustri, øvrig hvitfisk og flersektoriell.

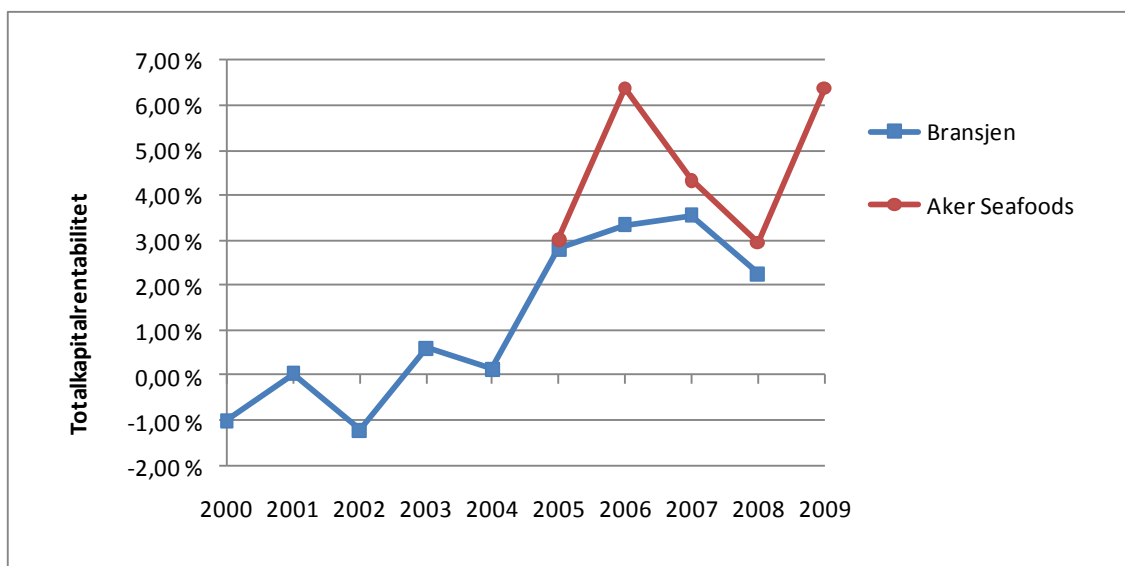
Ved å benytte analysen som omhandler disse bransjene samlet, vil vi kunne sammenligne den gjennomsnittlige trenden for bransjen mot trenden til AKS.

AKS ble børsnotert i 2005 og kan dermed sammenlignes mot bransjetall fra perioden 2005-2008. Vi vil allikevel inkludere bransjetall fra 2000 i analysen for å få et lengre perspektiv over bransjens utvikling. Det er også viktig å huske at AKS ble børsnotert i mai og at det mangler over fire måneder av resultater i konsernregnskapet for 2005. Regnskapstall for AKS inneholder også omsetning fra fangstleddet, men største delen av omsetningen kommer fra foredlingsleddet. Nøkkeltall vi vil sammenligne AKS mot bransjen, er lønnsomhetsberegninger og en soliditetsberegning. Lønnsomhetsberegninger ved hjelp av driftsmargin og totalkapitalrentabilitet, og soliditetsberegningen ved hjelp av beregning av egenkapitalandel. Vi vil også sammenligne forholdet mellom EBITDA og omsetning.



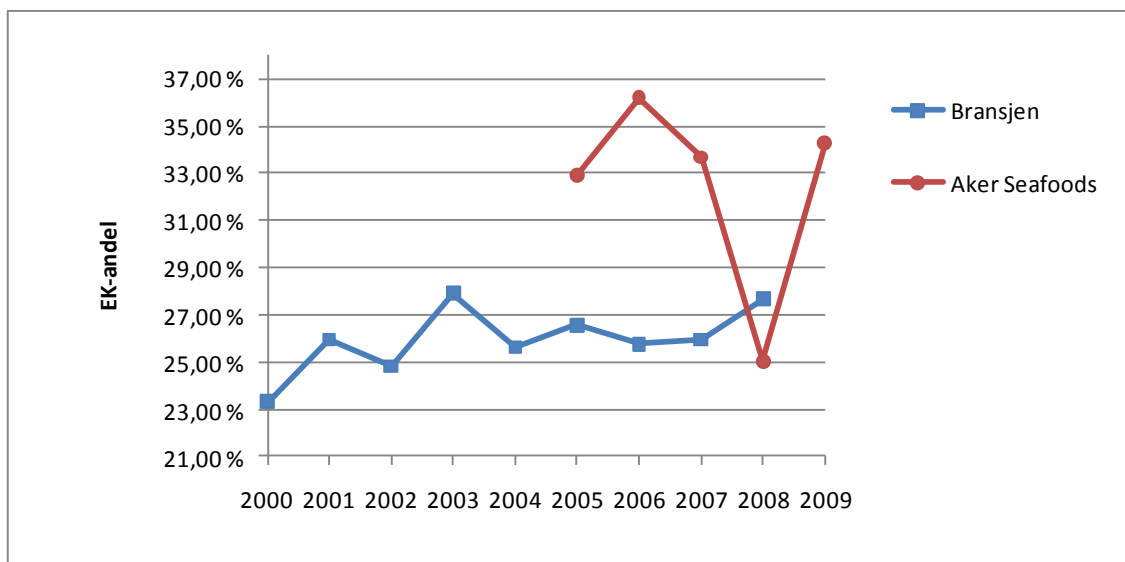
Figur 11: Sammenligning av driftsmargin mellom bransjen og AKS

Av figuren ovenfor ser vi en sammenligning av driftsmarginen mellom bransjetallene til driftsundersøkelsen og AKS. Driftsmarginen til AKS økte fra 3,45 % i 2005 til 7,17 % i 2006, og er en økning på omtrent 100 %. Etter 2006 redusertes driftsmarginen til 4,57 %. Bransjetallene økte fra 2005 til 2006 fra 1,28 % til 1,89 %, og ble reduserte resten av perioden til 0,40 % i 2008. Vi ser at trenden for AKS og bransjen er noen lunde lik når det gjelder utviklingen av driftsmarginen i sammenligningsperioden.



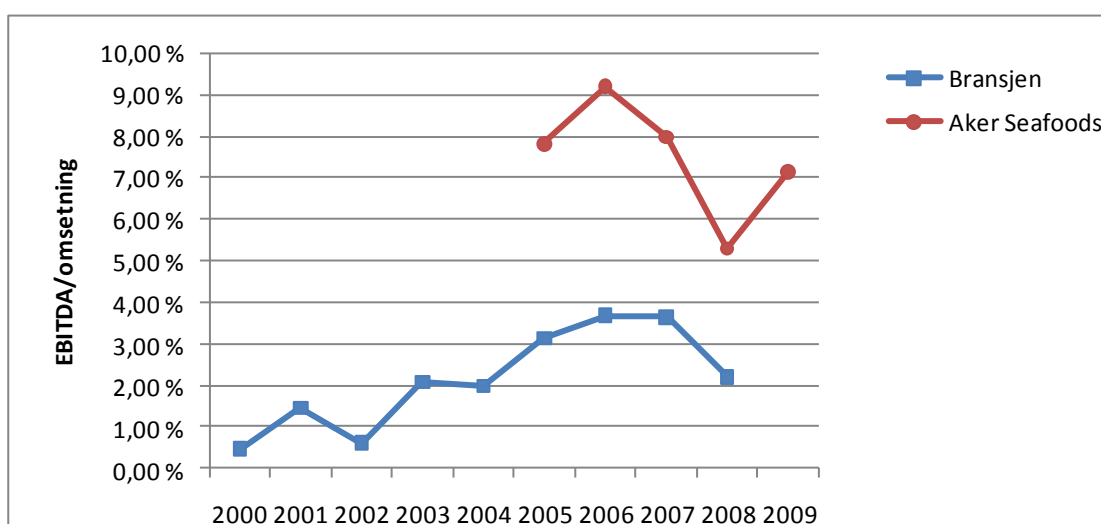
Figur 12: Sammenligning av total kapitalrentabilitet mellom bransjen og AKS.

Total kapitalrentabiliteten viser lønnsomhetsnivået for alle ressursene bedriften forvalter. AKS økte fra 2005 til 2006 fra 3,05 % til 6,38 %. Perioden fra 2006 til 2008 ble total kapitalrentabiliteten redusert til 2,95 %, men økte sterkt til 6,38 % i 2009. Bransjen økte moderat i perioden 2005 til 2007 fra 2,81 % til 3,55 %. Året etter redusertes total kapitalrentabiliteten til 2,26 %. Vi ser at endringene i total kapitalrentabiliteten mellom AKS og bransjetallene omtrentlig har endret seg likt foruten om 2006, noe som kan indikere at bransjetallene også økte etter 2008, men sannsynligvis ikke i like stor grad.



Figur 13: Sammenligning av egenkapitalprosent mellom bransjen og AKS.

Vi har benyttet bokført egenkapital for AKS slik at vi kan sammenligne mot bransjen. Fra 2005 til 2006 økte egenkapitalandelen for AKS fra 32,91 % til 36,22 %. Fra 2006 til 2008 ble egenkapitalandelen redusert til 25,02 %. Bransjetallene viser en liten reduksjon av egenkapitalandelen fra 26,56 % i 2005 til 25,77 % i 2006. Resten av perioden øker egenkapitalandelen til bransjetallene til 27,65 % i 2008. AKS har ikke utviklet seg i samsvar med bransjen, spesielt i perioden fra 2006-2008 ser vi store forskjeller. Perioden 2008-2009 er også spesiell for AKS som økte egenkapitalandelen til 34,27 %. Økningen er en virkning av innfrielsen av obligasjonslånet notert på Island.



Figur 14: Forholdet mellom EBITDA og omsetning for AKS og bransjen

Ovenfor viser figur 14 forholdet mellom EBITDA og omsetning. AKS og bransjen har endret seg noenlunde likt fra 2005 til 2008. AKS forbedret situasjonen fra 2008 til 2009 fra 5,30 %

til 7, 15 %. 2006 er ikke overraskende det sterkeste året for AKS, mens bransjen viste en mer moderat vekst fra 2006-2007.

Fra sammenligningene av driftsmargin og total kapitalrentabilitet ligger AKS langt over bransjetallene i store deler av sammenligningsperioden. Det samme gjelder for soliditetsberegningen og kontantstrømberegningen. Sammenligningen inneholder beregninger av forholdstall slik at størrelse i utgangspunktet ikke skal være en påvirkningsfaktor, men vi må ta med i betraktning at beregningene for AKS også inneholder flere ledd enn foredling. AKS er børsnotert og datterselskap av Aker ASA. De har blant annet mulighet til å innhente frisk kapital fra morselskapet eller ved emisjon, og dette kan være en medvirkende årsak til at nøkkeltallene til AKS er på et høyere nivå enn bransjetallene.

## 5 Beregning av avkastningskrav til Aker Seafoods ASA

I dette kapittelet skal vi beregne avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) og totalkapitalen (WACC).

### 5.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

$$R_e = R_f (1 - s) + (R_m - R_f (1 - s)) \cdot \beta$$

$R_e$  = Avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt

$R_f$  = Risikofri rente før skatt

$R_m$  = Markedets risikopremie

$\beta$  = Systematisk risiko til aksjen

$s$  = Skattesats

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen må vi starte med å innhente faktorene vi trenger.

#### 5.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den optimale avkastningen som en virksomhet kan få uten risiko, og vi benytter mellomlange statsobligasjoner som risikofri rente siden dette anbefales. Ved børsintroduksjonen til AKS den 13.mai 2005 var den 3-årige effektive statsobligasjonsrenten på 2,81 % og den 5-årige på 3,19 %, i følge Norges Bank. Vi har valgt å benytte den 5-årige statsobligasjonsrenten videre i verdsettingen. Vi skal bruke avkastningskravet til å vurdere en bedrift med lang fremtid, og mener at en 5-årig rente virker mer representativ enn en 3-årig.

#### 5.1.2 Markedets risikopremie

Ved utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM) vil risikotillegget være gitt som meravkastningen på totalindeksen i forhold til risikofri rente. I følge Gjesdal og Johnsen (2008) har Oslo Børs totalindeks de siste 28 årene, i gjennomsnitt gitt 6 % meravkastning i forhold til kort statsrente. Videre argumenterer Johnsen at markedspremien i dag mest sannsynlig vil ligge lavere enn den historiske premien. Det har vært ekstreme variasjoner i avkastningstallene i løpet av perioden, og det er mulig å tro at normaliseringen og moderniseringen av børsen som fant sted etter 1985, har bidratt til å redusere svingningene. Andre forhold er at inflasjonsrisikoen de siste årene er blitt vesentlig redusert og at investorene er blitt mer diversifisert, blant annet ved at antall utenlandske investorer har økt. Dermed konkluderer Johnsen med at normal markedspremie for Oslo Børs mest sannsynlig ligger rundt 5 % [15]. Ut i fra dette setter vi markedets risikopremie til 5 %.

$$MP^s = R_m - R_f (1 - s) = 5\%$$

Markedets risikopremie uten skatt ( $R_m$ ) er på 7,3 %, da  $MP^s$  er 5 % og  $R_f \cdot (1-s)$  er  $3,19 \cdot (1-0,28)$ .

### 5.1.3 Beregning av Betaverdi til Aker Seafoods

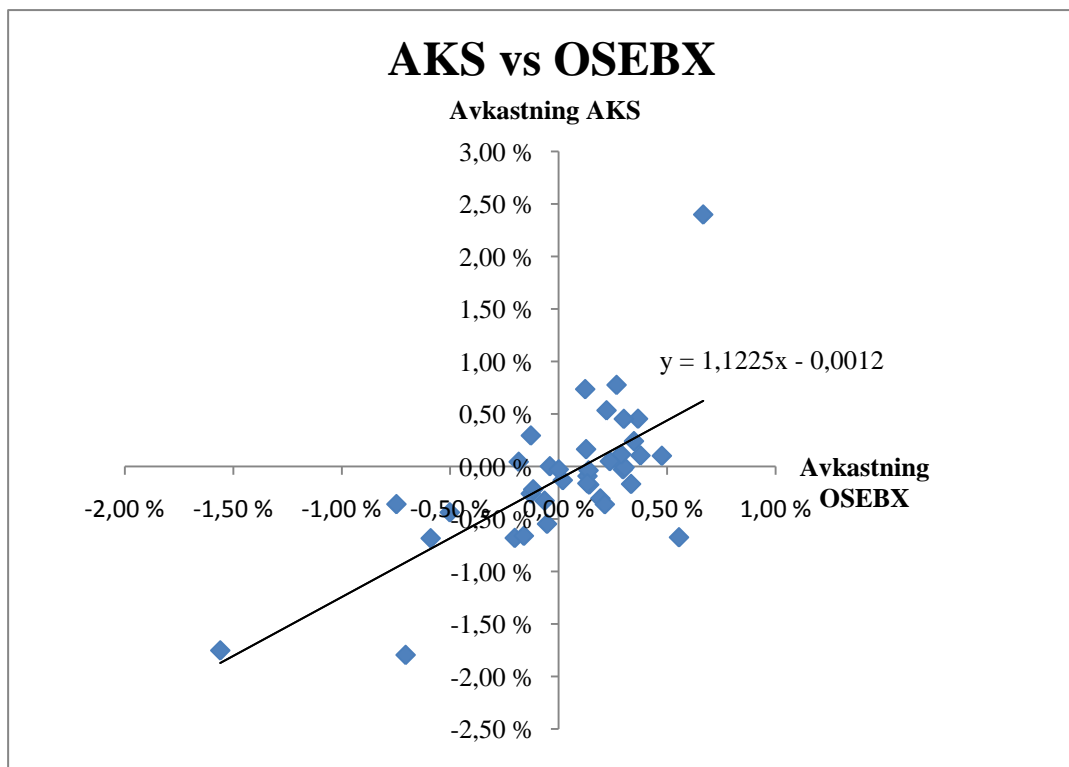
$$\beta_j \equiv \frac{\text{Investeringsens markedsrisiko}}{\text{representativ markedsrisiko}} = \frac{\text{Korr}(r_j, r_m) \cdot \text{Std}(r_j)}{\text{Std}(r_m)}$$

- $\beta_j$  = Betaverdi til investering j  
 $\text{Korr}(r_j, r_m)$  = Korrelasjon mellom aksjen og markedsporteføljens avkastning  
 $\text{Std}(r_j)$  = Standardavvik til aksjens avkastning  
 $\text{Std}(r_m)$  = Standardavvik til markedsporteføljens avkastning

Aker Seafoods er et børsnotert selskap og vi kan finne betaverdien på bakgrunn av historisk avkastning på aksjene og en tilhørende regresjonsanalyse.

For å beregne betaverdien til AKS har vi benyttet dagstall på aksjekursen fra 2005 til begynnelsen av 2010, og regulert for utbetalt utbytte og de dagene aksjene ikke var omsatt på børsen. Deretter har vi gjort dagstallene om til månedstall og beregnet ut aritmetisk gjennomsnitt. Videre benyttes disse talldata i en regresjonsanalyse.

Regresjonslinjen:  $y = a + b \cdot x$ , der  $y$  = avkastningen på AKS



Figur 15: Graf over aritmetisk avkastning i %.



Ut i fra figuren ovenfor ser vi de månedlige aritmetiske avkastningene for AKS og hovedindeksen. Langs x-aksen er markedets avkastning, og langs y-aksen er avkastningen til AKS. Regresjonslinjen er  $y = 1,1225x - 0,0012$ , og viser at betaverdien til AKS er på 1,12, noe som også regresjonsanalysen nedenfor viser. Av figur 15 ser vi at noen observasjoner skiller seg ut. Dersom disse fjernes, vil regresjonslinjen endre seg og betaverdien vil bli under 1. I følge Gjesdal og Johnsen bør det være rundt 60 observasjoner. AKS har kun eksistert i en kort tidsperiode, dette gjør at vi beholder de 38 observasjonene våre.

Utdrag av regresjonsanalyse			
R-kvadrat	0,48		
Observasjoner	38		
	<b>Koeffisienter</b>	<b>t-stat</b>	
Skjæringspunkt	-0,0012	-1,54	
Avkastning OSEBX	1,12	5,78	

Figur 16: Utdrag av regresjonsanalyse av aksjekursen til AKS fra 2005 til 2010 i månedstall.

T-verdien viser 5,78, og er  $> 2$ , dermed er den statistisk signifikant forskjellig fra 0. Det vil si at det er lite sannsynlighet for at betaverdien har oppstått tilfeldig. Siden markedets betaverdi er 1, vil vi se på om beta er statistisk forskjellig fra 1:

$$\frac{\text{Aritmetisk avkastning} - H_0}{\text{Standardfeil}} = \frac{1,122 - 1}{0,194} = 0,63$$

Betaverdien er ikke statistisk signifikant forskjellig fra 1. Vi vil likevel benytte den estimerte beta videre i analysen da dette er det beste estimatet vi fikk ut i fra tallene vi benyttet.

Videre har vi delt opp perioden i to, ved å bruke de første 19 månedstallene i den første regresjonsanalysen, og de 19 siste månedstallene i den andre regresjonsanalysen. Dette er gjort for å se hvor mye den gjennomsnittlige betaverdien har variert mellom de to ulike periodene.

Utdrag av regresjonsanalyse			
R-kvadrat	0,32		
Observasjoner	19		
	<b>Koeffisienter</b>	<b>t-stat</b>	
Skjæringspunkt	-0,0003	-0,35	
Avkastning OSEBX	0,79	2,86	

Figur 17: Utdrag av regresjonsanalyse av de 19 første månedstallene til AKS.

Ut i fra figuren ovenfor ser vi at ved å benytte de 19 første månedstallene i en regresjonsanalyse, gir det en beta på 0,79. Estimaten er signifikant forskjellig fra null, men ikke fra 1.

Utdrag av regresjonsanalyse		
R-kvadrat	0,49	
Observasjoner	19	
	<b>Koeffisienter</b>	<b>t-stat</b>
Skjæringspunkt	-0,0018	-1,25
Avkastning OSEBX	1,16	4,08

Figur 18: Utdrag av regresjonsanalyse av de 19 siste månedstallene til AKS.

Ved å benytte de 19 siste månedstallene i en regresjonsanalyse, vil dette gi en beta på 1,16. Estimaten er også her signifikant forskjellig fra null, men ikke fra 1.

Beta fra 2005 til 2010 ble 1,12. Ved å dele opp perioden i to, ga det beta på henholdsvis 0,79 i første periode og 1,16 i andre periode. Dette viser at under den første perioden så endret aksjekursen til AKS seg gjennomsnittlig mindre enn hovedindeksen, mens i den siste perioden endret aksjekursen til AKS seg gjennomsnittlig mer enn hovedindeksen. Betaverdien har variert fra 2005 til 2010, og det kommer tydelig frem når vi deler opp periodene i to og får to forskjellige betaer. Vi vil benytte den gjennomsnittlige betaen på 1,12.

## 5.2 Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen

Når alle faktorene som trengs til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen er samlet inn, bruker vi kapitalverdimodellen for å beregne ut avkastningskravet.

$$R_e = R_f (1 - s) + (R_m - R_f (1 - s)) \cdot \beta$$

$$R_e = 3,19\% \cdot (1 - 0,28) + (7,3\% - 3,19\% \cdot (1 - 0,28)) \cdot 1,12 = 7,9 \%$$

Med beta lik 1, ville  $R_e$  blitt 7,3 %, noe som ikke er mye forskjellig fra 7,9 %. En mindre betaverdi, slik som i avsnittet ovenfor med 0,79, ville  $R_e$  blitt 6,25 %. Siden det beste estimaten vi fant på betaverdien er 1,12, vil vi bruke  $R_e = 7,9 \%$  videre i analysen.

For selskaper som er lite likvide kan det legges til en likviditetspremie som kompensasjon for at det er vanskelig å omsette aksjene. Gjesdal og Johnsen (2008) sier at mindre likvide selskaper på Oslo Børs kan legge på en likviditetspremie på 2-3 %. AKS har tre store aksjonærer, der Aker Capital Found AS eier ca 65 % alene og de to andre eier ca 21 % til sammen. Selv om disse tre aksjonærene eier til sammen 86 % av AKS, så omsettes aksjer på

Oslo Børs hver dag, dermed kan vi ikke si at AKS er et lite likvid selskap. Vi legger ikke på en likviditetspremie, og avkastningskravet til egenkapitalen er 7,9 %.

### 5.3 Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen

For å beregne WACC må vi bruke markedsverdien til AKS sin egenkapital og gjeld. For et børsnotert selskap gjenspeiles egenkapitalens markedsverdi i børsverdien. Siden svingningene til AKS har vært varierende fra 2005 fram til i dag vil vi bruke den gjennomsnittlige markedsverdien på egenkapitalen og gjelden. Nesten alle lånene til AKS har flytende rente (bortsett fra en del av pantelånet som har en renteswapavtale, men vi ser bort i fra denne avtalen da det er vanskelig å finne en markedsverdi på denne gjelden), og markedsverdien på den rentebærende gjelden er lik den bokførte.

$$WACC = \frac{E}{E+G} \cdot R_e + \frac{G}{E+G} \cdot R_g (1-s)$$

$E$  = Markedsverdi egenkapital

$G$  = Markedsverdi rentebærende gjeld

$R_e$  = Avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt

$R_g$  = Gjennomsnittlig rentekostnad på gjeld etter skatt

$s$  = Skattesats

Den gjennomsnittlige rentebærende gjelden var på 1325 millioner NOK og gjennomsnittlig markedsverdi på EK var på 1101 millioner NOK. Avkastningskravet til egenkapitalen er på 7,9 %, skattesatsen på 28 % og gjennomsnittlig rentekostnad på gjelden etter skatt er 6,03 % (beregnet i avsnitt 4.2.2.1).

$$WACC = \frac{1101}{1101+1325} \cdot 0,079 + \frac{1325}{1101+1325} \cdot 0,0603 \cdot (1-0,28) = 5,96\% \approx 6\%$$

På bakgrunn av Miller- Modigliani- hypotesen må vi forutsette at forholdet mellom EK og gjeld holdes konstant i selskapet for å kunne benytte samme WACC i flere år fremover.

I årenes løp har det vært en stor økning i gjeldsrenten, fra 3,5 % til nesten 10 %. I 2009 har lånerenten blitt redusert til 6,5 %, noe som tilsvarer rente for lån i bank. Grunnen til at lånerentene til AKS ble betydelig redusert fra 2008 til 2009, er at AKS kvittet seg med obligasjonslånet (se avsnitt 4.1.2), og finanskostnaden gikk ned med 111 millioner NOK. Den gjennomsnittlige lånerente som benyttet i utregningen av WACC er 6 %.

## 6 Beregning av verdien på Aker Seafoods ASA

### 6.1 Inntjeningsbasert modell

#### 6.1.1 Dividendemodell

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + R_e)^t}$$

$P_0$  = Verdi av en aksje på verdsettelsestidspunktet, eller markedsverdi av selskapets EK

$t$  = Tidspunkt, år i budsjettperioden

$D_t$  = Forventet dividende per aksje i år  $t$ , eller totalt utbetalt dividende til dagens aksjonærer

$R_e$  = Avkastningskrav til egenkapital

Dersom man antar at dividenden vil øke med samme prosent per år i all fremtid, så kan dividendemodellen forenkles ved hjelp av Gordons formel:

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

$g$  = Evig vekstfaktor

Aker Seafoods har kun gitt dividende tre av de fem årene som selskapet har vært på børs. Det er gitt utbytte i 2005, 2006 og 2007 på 0,75 kr per aksje. 2008 ga ikke overskudd og dermed ble det ikke utdelt utbytte for dette året. Det er ikke gitt signaler om utbytte for 2009 selv om AKS gikk med overskudd. Dette kan ha noe med aksjeemisjonen og et internt lån fra morselskapet Aker ASA, som ble gjennomført samme år. Utbytte per aksje har vært likt for alle tre årene, dermed har vi ingen forutsetninger for at utbyttene til AKS kommer til å øke i fremtiden. Ettersom vi antar at det ikke skal gis utbytte for 2009 eller vekst på utbytte, kan vi ikke benytte dividendemodellen.

Vi kan derimot beregne hva et eventuelt utbytte for 2009 ville vært dersom avkastningskravet til aksjonærene hadde vært innfridd. Vi har informasjon om hva aksjekursen var i slutten av 2009 og har beregnet avkastningskravet til egenkapitalen i kapitlet ovenfor. Siden vi ikke kan anta vekst, kan vi likevel forsøke å beregne modellen med flere vekstfaktorer for å se hvordan utslaget blir. Ved å omorganisere dividendemodellen får vi:

$$D_1 = (R_e - g) \cdot P_0$$

Først setter vi vekstfaktoren lik null prosent og får denne beregningen:

$$\begin{aligned} P_0 &= 7,88 \\ R_e &= 7,9 \% \end{aligned}$$

$$(0,079 - 0) \cdot 7,88 = 0,62$$

Vi ser at forventet utbytte per aksje i 2009 blir 0,62 kr med en vekstfaktoren lik null.

Dersom vi antar en vekstfaktor på 2,5 % vil forventet utbytte per aksje bli:

$$(0,079 - 0,025) \cdot 7,88 = 0,42$$

Vi ser at når vekstfaktoren øker vil utbytte i 2009 per aksje bli redusert.

Utbyttene til AKS de tre første årene ligger over avkastningskravet hvis vi antar en vekstfaktor på null eller over null. Det betyr at AKS har gitt ut større utbytter enn hva dividendemetoden tilsier, gitt et avkastningskrav på 7,9 % og en vekst på null og oppover. Dersom man antar et utbytte for 2009 på 0,75 kr per aksje og en vekst på 2,5 %, ville avkastningskravet ut i fra dividendemetoden vært 12 %.

### **6.1.2 Kontantstrømsbaserte modeller**

Hensikten med kontantstrømsbaserte modeller er å kunne verdsette nåverdien av egenkapitalen ved å prognostisere en fremtidig inntjening basert på historiske regnskapstall. Det anbefales å budsjettere 5-15 år framover i tid, og vi vil budsjettere for 10 år.

Kontantstrømsbaserte modeller er de beste verdifastsettingsmodellene vi vil benytte, ettersom modellene tar hensyn til fremtidig inntjening og diskonterer til nåverdi. Av kontantstrømsbaserte modeller skal vi benytte egenkapital- og totalkapitalmetoden, EVA og NOPLAT. Svakheter med disse modellene er at det må tas med forutsetninger om fremtiden, ved å benytte en terminalverdi som er veldig usikker.

For å prognostisere den fremtidige inntjeningen må vi finne en vekstfaktor for AKS som skal tilsvare forventede prisstigninger hvert år. Vi må dermed se på utviklingen for selskapet i henhold til omsetning, kostnadsnivå og balanseposter.

Nedenfor ser vi utviklingen for driftspostene til AKS i perioden 2005-2009. Sum driftsinntekter er driftsinntekter og andre driftsinntekter, og sum driftskostnader er varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Det er ikke tatt med avskrivning og spesielle driftsposter i driftskostnadene, men disse er tatt hensyn til i driftsresultatet.

År	2005	2006	2007	2008	2009	Gj.snitt vekst
<b>Sum driftsinntekter</b>	2 021	2 120	2 230	2 718	2 685	
<b>% endring</b>		4,67 %	4,93 %	17,95 %	-1,23 %	6,58 %
<b>Sum driftskostnader</b>	-1 883	-1 925	-2 052	-2 574	-2 493	
<b>% endring</b>		2,18 %	6,19 %	20,28 %	-3,25 %	6,35 %
<b>Driftsres. etter avskriv. og amort.</b>	63	152	102	24	14	
<b>% endring</b>		58,55 %	-49,02 %	-325,00 %	-71,43 %	-96,72 %
<b>Driftsmargin</b>	3,12 %	7,17 %	4,57 %	0,88 %	0,52 %	3,25 %

Tabell 12: Endringene til AKS fra 2005 til 2009.

Ut i fra tabellen ser vi at både driftsinntektene og kostnadene har endret seg negativt fra 2008 til 2009, mens i årene før har det økt gradvis. Vi ser også at kostnadene har økt mer enn inntektene, noe som har gjort at driftsresultatet er blitt betraktelig redusert fra 2007 til 2008. Denne nedgangen er i samsvar med de nøkkeltallene vi fant i kapittel 5. Ut i fra intervju med Jan Roger Lerbukt og annen informasjonskilder tror vi hvitfisknæringen, spesielt fiskeflåtene, går bedre tider i møte. Finanskrisen har avtatt, kostnadsnivået forventes ikke å øke i større grad, kvotene er gode og fiskeprisene forventes å øke. Dermed tror vi at driftsinntektene til AKS kommer til å øke i fremtiden.

Vi ser at gjennomsnittøkningen på driftsinntektene og kostnadene ligger på ca 7 %. En vekstfaktor på 2,5 % per år er vanlig å bruke som et påslag for årlig inflasjon (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal, 1997). I tillegg til inflasjonsveksten mener vi at AKS kommer til å vokse på markedet de neste fem årene. Dermed har vi lagt på ytterlige 1,5 % og får budsjettert vekstfaktoren til 4 % fra 2010 til 2014. Vi forventer ikke at AKS vil ha en vekst tilsvarende 7 % i perioden 2010-2014. Siden fremtidsutsiktene til AKS er usikker, vil veksten til de fem siste budsjettårene tilsvare inflasjonsveksten på 2,5 %. Etter budsjettperioden vil den evige vekstfaktoren være på 2,5 %.

Vi har ingen kunnskap eller informasjon om AKS skal kjøpe eller selge anleggsmidler de neste 5-10 årene, dermed antar vi ikke samme vekst på avskrivningene som på driftsinntektene og kostnadene over budsjettperioden. Dette er fordi vi ikke forventer at investeringene til AKS skal øke i like stor grad som driftspostene. Vi setter en vekst på avskrivningene på 2,5 % over hele perioden. Vi har ingen forutsetninger for å anta uventede spesielle driftsposter, derfor setter vi denne lik 0 de kommende årene.

Finansinntektene og finanskostnadene har økt fra 2006 til 2009 (se vedlegg 4) og det tror vi kommer til å fortsette i fremtiden. Likevel er det vanskelig å anta vekst i finanspostene, og setter disse til å være på 2,5 % hele perioden.

Vi tror ikke at den budsjetterte perioden kommer til å ha like stor vekst som fra 2008-2009. AKS hadde i 2008 et underskudd på 79 millioner NOK, men i 2009 fikk de et overskudd på 74 millioner NOK (Årsrapport 2009). Overskuddet var likevel ikke like stort som i 2006 på 122 millioner NOK. Som sagt tidligere tror vi at AKS kommer til å vokse de neste 5 årene, men ikke like mye som fra 2008 til 2009, derfor har vi satt vekstfaktoren på 4 % for driftsinntektene og driftskostnadene.

Fra 2005 til 2009 dukket det opp ekstraordinære hendelser i forbindelse med fiskenæringen. Det har blant annet vært finanskriser, samt at bunkersprisene og rentene i bankene har vært høye. Torskeprisene har vært lave, redusert etterspørsel på hvitfisk har ført til store mengder på varelageret, og struktureringen stoppet opp ett par år. Mange av disse hendelsene er eksterne faktorer som ikke næringen kan kontrollere. 2007 er det året som sies å være et normalt år der det ikke oppsto ekstraordinære hendelser, men derimot var et lønnsomt år for næringen. AKS hadde et årsresultat på 9 millioner NOK i 2007, men var 2006 som var det mest lønnsomme året. I tabell 12 ser vi at driftsmarginen er på 7 % i 2006, kontra de andre årene som lå på 4 % og nedover. Da Helga Pedersen stoppet strukturering av fartøy høsten 2005 til 2006, var det mange i fiskerinæringen som måtte bøte på det. AKS hadde allerede strukturert sine båter før denne stoppen, og ble lite påvirket av dette. Selv om 2007 var et såkalt basisår for næringen, vil vi si at 2006 var et bedre basisår for AKS. Vi vil ta utgangspunkt i driftsmarginen til 2006 når vi prognostiserer for år 2010. Alternativt kunne vi benyttet en gjennomsnittlig driftsmargin som utgangspunkt, men på bakgrunn av tidligere drøftet historikk og fremtidsutsikter mener vi at AKS vil oppnå en høyere driftsmargin enn den gjennomsnittlige. Etter disse forutsetningene har vi kommet frem til et prognostisert driftsresultat som ser slik ut:

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Driftsinntekt</b>	2 685	2 792	2 904	3 020	3 141	3 267	3 348	3 432	3 518	3 606	3 696
<b>Driftskostnader</b>	-2 493	-2 470	-2 569	-2 671	-2 778	-2 889	-2 962	-3 036	-3 112	-3 189	-3 269
<b>Avskrivninger</b>	-124	-127	-130	-134	-137	-140	-144	-147	-151	-155	-159
<b>Spesielle poster</b>	-54	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Sum driftskostnader</b>	-2 671	-2 597	-2 699	-2 805	-2 915	-3 030	-3 105	-3 183	-3 263	-3 344	-3 428
<b>Driftsresultat</b>	14	195	205	215	226	237	243	249	255	262	268
<b>Driftsmargin</b>	0,52 %	7,00 %	7,07 %	7,13 %	7,19 %	7,26 %	7,26 %	7,26 %	7,26 %	7,26 %	7,26 %

Tabell 13: Prognostisert driftsresultat fra budsjettperiode 2010 til 2019.

Finansinntektene var høye i 2009 sammenlignet med de foregående årene. Finansinntektene ble høye på grunn av den store gevinsten AKS fikk ved innfrielsen av obligasjonslånet. Tilbakebetalingen av lånet påvirket også finanskostnaden bemerkelig da de ble kvitt det dyre lånet. Dette har ført til at netto finanspost har vært positiv i 2009, mens i alle de andre årene

har den vært negativ. Siden netto finanspost i 2009 er positiv, regulerer vi for den unormale hendelsen og finner finanspostene for 2010.

### 6.1.2.1 Egenkapitalmetoden

Som nevnt tidligere går egenkapitalmetoden ut på å beregne kontantoverskuddet til egenkapitalen, og ut i fra det beregne verdien på EK. For å beregne må vi budsjettere en kontantstrøm til egenkapitalen, og budsjettere en fremtidig balanse som vi må legge til grunn for å komme frem til kontantoverskuddet (se vedlegg 5).

Kontantoverskuddet til egenkapitalen beregnes slik:

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat etter skatt	103	109	116	122	129	133	136	139	143	146
+ Avskrivninger	127	130	134	137	140	144	147	151	155	159
- Anleggsinvesteringer	187	191	196	201	206	211	216	222	227	233
- Økning omløpsmidler	20	20	21	21	22	22	23	23	24	25
+ Økning rentefri gjeld	22	22	23	23	24	25	25	26	26	27
+ Økning rentebærende gjeld	30	31	32	33	33	34	35	36	37	38
= Kontantoverskudd EK	76	82	87	93	99	102	105	107	110	113

Tabell 14: Kontantoverskuddet til EK.

Ut i fra kontantoverskuddet har vi beregnet verdi av prognoseperioden og terminalverdi på denne måten:

Verdi av prognoseperioden =  $\sum_{t=1} \frac{K_t}{(1 + R_e)^t}$ , der  $K_t$  er kontantoverskudd for alle årene.

Terminalverdi =  $\frac{K_{t+1}}{(1 + R_e)^{t+1} \cdot (R_e) - g}$ , der  $K_{t+1}$  er kontantoverskuddet til det siste året i

prognosen og  $g$  er evig vekstfaktor på 2,5 %.

Ved å legge sammen begge disse verdiene får vi en egenkapitalverdi på 1565 millioner NOK (se vedlegg 6).

### 6.1.2.2 Totalkapitalmetoden

Hovedforskjellen mellom egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden er utgangspunktet for beregningen av kontantoverskuddet, og at totalkapitalmetoden ikke tar med rentebærende gjeld.



Kontantoverskuddet til totalkapitalen beregnes slik:

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Driftsresultat</b>	195	203	211	220	229	234	240	246	252	259
<b>- Skatt</b>	55	57	59	62	64	66	67	69	71	72
<b>= NOPLAT</b>	141	146	152	158	165	169	173	177	182	186
<b>+ Avskrivninger</b>	129	134	139	145	151	155	159	162	167	171
<b>- Anleggsinvesteringer</b>	224	233	242	252	262	227	233	238	244	250
<b>- Økning omløpsmidler</b>	31	33	34	35	37	24	24	25	26	26
<b>+ Økning rentefri gjeld</b>	35	36	38	39	41	26	27	28	28	29
<b>= Kontantoverskudd TK</b>	49	51	53	55	57	99	101	104	107	109

Tabell 15: Kontantoverskuddet til TK.

Ved å benytte kontantoverskuddet til TK forutsettes evig vekst i Gordons formel. Som nevnt tidligere har vi satt en evig vekstfaktor på 2,5 %. Ut i fra dette får vi en totalkapitalverdi på 2668 millioner NOK. Ved å trekke i fra rentebærende gjeld kommer vi frem til en egenkapitalverdi på 1460 millioner NOK (se vedlegg 7).

Hvis vi sammenligner egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden ser vi at verdiene har en differanse på omtrent 105 millioner NOK. Grunnen til at det blir forskjell mellom metodene er at vi har benyttet ulike faktorer i utregningene. Avkastningskravene og utgangspunktene for beregningene påvirker dette.

### 6.1.2.3 Profitt utover avkastningskrav

Profitt utover avkastningskravet blir brukt til verdsettelse av prosjekter og selskaper, og som et overvåknings- og prestasjonsmåleverktøy. Vi har valgt å benytte både EVA og superprofitt for å sjekke om metodene gir tilnærmet lik verdi på selskapet.

Vi har beregnet kontantstrømmen til EVA på denne måten:

$$\text{Kontantstrøm EVA} = \text{Resultat før rentekostnader} - \text{skatt} - (\text{avkastningskrav} \cdot \text{sysselsatt kapital})$$

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Resultat før rentekostnad</b>	206	247	258	270	282	294	302	309	317	325	333
<b>Skatt</b>	58	69	72	76	79	82	85	87	89	91	93
<b>WACC</b>	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %
<b>Sysselsatt kapital</b>	2 291	2 348	2 407	2 467	2 529	2 592	2 657	2 723	2 791	2 861	2 933
<b>WACC * sysselsatt kap.</b>	136	140	143	147	151	154	158	162	166	170	175
<b>Kontantstrøm til EVA</b>	12	38	43	47	52	58	59	61	62	64	65

Tabell 16: Kontantstrømmen til EVA

Kontantstrømmen til superprofitten er beregnet på denne måten:

$$\text{Kontantstrøm superprofitt} = \text{Resultat etter skatt} - \text{krav til avkastning av EK}$$

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat etter skatt	103	109	116	122	129	133	136	139	143	146
Krav til avkastning av EK	86	88	90	92	94	97	99	102	104	107
Kontantstrøm til superprofitt	18	22	26	30	35	36	37	38	39	40

Tabell 17: Kontantstrømmen til superprofitten

Metodene for å finne profitt utover avkastningskravet tar for seg prognostiserte kontantstrømmer. Den første delen av utregningen tar for seg budsjettperioden, der man neddiskonterer verdien av kontantstrømmen. Den andre delen er terminalverdien som tar med verdien i alle år etter budsjettperioden.

Vi har benyttet formelen under for å finne verdien på selskapet ved EVA-metoden:

$$\text{Verdi EVA} = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{(1+WACC)^{T+1}}$$

Etter at vi har funnet kontantstrømmen til EVA, har vi neddiskontert og summert kontantstrømmen, for så å beregne en terminalverdi. Gjennom EVA-metoden oppnår vi en egenkapitalverdi på 1416 millioner NOK (se vedlegg 8). I følge Koller, Goedhart og Wessels vil verdien på AKS være 1416 millioner NOK etter at investorene og kreditorene har fått det de krevde for å investere i selskapet.

Formelen for superprofitt er slik:

$$\text{Verdi superprofitt} = \text{Bokført EK} + \sum_{t=1}^T \frac{\text{Superprofitt}_t}{(1+R_e)^t} + \frac{\text{Superprofitt}_{T+1}}{(1+R_e)^{T+1}}$$

Vi har neddiskontert kontantstrømmen til superprofitten, og beregnet en terminalverdi. I denne metoden er bokført egenkapital en del av verdien på selskapet. Ved bruk av superprofittmetoden får AKS en verdi på 1440 millioner NOK (se vedlegg 9).

Verdien har en differanse på 24 millioner NOK for de to metodene, noe som bare er ca 2 % forskjell.

#### 6.1.2.4 NOPLAT

Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT) er driftsresultat etter skatt. Hvis vi benytter NOPLAT for å finne verdien til AKS, kan vi ikke anta vekst i selskapet. Vi har benyttet en inflasjonsvekst på 2,5 % i budsjettperioden, men ingen evig vekst.

$$\text{Verdi NOPLAT} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{NOPLAT}_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{NOPLAT}_{T+1}}{(1+WACC)^{T+1}}$$

Ved å benytte NOPLAT som et utgangspunkt for å finne verdien på AKS, har vi fått en verdi på 1463 millioner NOK (se vedlegg 10).

### 6.1.3 Multiplikatormodell

#### 6.1.3.1 Price/Earning

P/E viser forholdet mellom en bedrifts markedsverdi og årsresultat. Jo høyere P/E, desto dyrere er aksjen. P/E kalles for multiplum fordi man kan multipliserer P/E med resultat per aksje for å finne ut hvor mye markedet er villig til å betale per tjente krone.

$$P/E = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Resultat pr aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

For AKS vil utviklingen for P/E fra børsnoteringstidspunktet og frem til 2009 se slik ut:

År	2005	2006	2007	2008	2009
Aksjekurs AKS	36,9	24,54	32,53	5,54	7,88
Gj.snitt antall utestående aksjer	48 646 016	48 565 116	48 646 016	48 646 016	84 646 016
Markedsverdi	1 795 037 990	1 191 787 947	1 582 454 900	269 498 929	667 010 606
Årsresultat	8 000 000	122 000 000	9 000 000	-79 000 000	74 000 000
Resultat pr aksje	0,16	2,51	0,19	-1,62	0,87
P/E AKS	224,38	9,77	175,83	-3,41	9,01

Tabell 18: P/E til AKS fra 2005 til 2009.

Kilde:Oslo Børs og årsrapportene til AKS

Tabellen viser at utviklingen av P/E til AKS har en stor spredning, hvor den laveste verdien på -3,41 oppsto i 2008 og den høyeste verdien på 224,38 oppsto i 2005.

Vi ser at ved utgangen av 2009 er P/E for AKS på 9,01. Det vil si at markedet er villig til å betale 9 ganger resultatet per aksje.

P/E effekten viser at avkastningen er høyere jo lavere aksjekursen er i forhold til årsresultatet til AKS (Bøhre og Michalsen, 2002). En P/E multiplikator på 9,01 kan enten bety at man antar en nedgang i inntektene eller at aksjen er underpriset jf avsnitt 2.11.1.3. En høy P/E kan indikere at investorer tror at et selskap har gode fremtidsutsikter, eller at inntjeningene til selskapet er stabile og ikke utsatt for stor risiko (Brealey, *et al.*, 2006).

For AKS kan det diskuteres om den forholdsvis lave P/E multiplikatoren kan forklares ved at aksjen er underpriset, eller om markedet forventer nedgang i inntektene. Siste halvdel av 2007 og hele 2008 skiller seg ut, hvor resultatene samlet sett er dårlig. Faktorer som for eksempel finanskrisen og reduksjon i torskeprisen kan ha påvirket resultatene. Usikkerheten rundt disse faktorene kan ha medført at markedet forventer en fortsatt reduksjon i inntjeningene. På den andre siden har det vist seg i 2009 at AKS har økt sine inntjening, og på samme tid har ikke finanskrisen og torskeprisen forverret seg. Dette kan indikere at aksjekursen til AKS var underpriset i 2009.

Alene kan ikke P/E fortelle om en aksje er underpriset eller om markedet forventer nedgang i inntektene. Man må også vurdere regnskapene og ledelsen til selskapet, samt P/E for bedrifter som opererer innenfor samme bransje.

Nedenfor vises P/E for Marine Harvest og Lerøy Seafood Group, som sammen med AKS er innenfor sektoren konsumvare.

År	2005	2006	2007	2008	2009
Aksjekurs MHG	2,01	5,81	3,49	1,05	4,29
Gj.snitt antall utestående aksjer	949 448 143	3 048 031 429	3 477 665 629	3 478 898 329	3 574 898 329
Markedsverdi	1 908 390 767	17 709 062 602	12 137 053 045	3 652 843 245	15 336 313 831
Årsresultat	381 500 000	1 853 800 000	5 100 000	-2 852 000 000	1 302 100 000
Resultat pr aksje	0,40	0,61	0,00	-0,82	0,36
P/E MHG	5,00	9,55	2379,81	-1,28	11,78

Tabell 19: P/E til MHG fra 2005 til 2009

Kilde: Oslo Børs og årsrapportene til MHG

Av tabell 19 ser vi beregninger av P/E for MHG. År 2007 skiller seg ut med en høy P/E på 2380, og i 2008 er P/E på -1,28.

År	2005	2006	2007	2008	2009
Aksjekurs LSG	66,00	110,00	103,00	45,00	108,00
Gj.snitt antall utestående aksjer	39 377 368	42 777 368	53 577 368	53 577 368	53 577 368
Markedsverdi	2 598 906 288	4 705 510 480	5 518 468 904	2 410 981 560	5 786 355 744
Årsresultat	300 947 000	652 445 000	279 564 000	127 052 000	730 141 000
Resultat pr aksje	7,64	15,25	5,22	2,37	13,63
P/E LSG	8,64	7,21	19,74	18,98	7,92

Tabell 20: P/E til LSG fra 2005 til 2009

Kilde: Oslo Børs og årsrapporter til LSG

Vi ser av tabell 20 beregninger av P/E for LSG. Selskapet har i større grad, enn både AKS og MHG, hatt en jevnere P/E-utvikling. Det er heller ingen P/E som er negativ i perioden.

Ticker	Kategori	2005	2006	2007	2008	2009
AKS	Konsumvarer	224,38	9,77	175,83	-3,41	9,01
MHG	Konsumvarer	5,00	9,55	2379,81	-1,28	11,78
LSG	Konsumvarer	8,64	7,21	19,74	18,98	7,92
<b>Gjennomsnitt</b>		79,34	8,84	858,46	4,76	9,57

Tabell 21: Oversikt over P/E til AKS, MHG og LSG i perioden 2005-2009

P/E i 2007 er høy for alle tre selskapene i forhold til resten av årene, spesielt for MHG. P/E er negativ i 2008 for AKS og MHG. Det er vanskelig å se likhetene for de tre selskapene når man kun ser på P/E tallene. P/E-beregningen er en mekanisk utregning hvor det kan bli meningsløst å si noe om verdien til et selskap hvis ekstreme verdier oppstår, slik som negative og ekstremt høye verdier.

Ved å benytte P/E-metoden for å finne en verdi på AKS må vi multiplisere P/E med antall aksjer i 2009, og får en verdi på 763 millioner NOK ( $9,01 \cdot 84\,646\,016 = 762\,660\,604$ ).

Markedet er villig til å betale 9,01 kr per aksje, altså 1,33 kr mer enn det aksjekursen ligger på i slutten av 2009.

## 6.2 Balansebasert modell

### 6.2.1 Substansverdimodell

Beregning av substansverdi er en balansebasert metode som vi har beskrevet i avsnitt 2.11.2.1. Substansverdimetoden tar utgangspunkt i bokført balanse, der omløpsmidler og anleggsmidler må vurderes til markedsverdi.

Verdien på anleggsmidlene til AKS, slik som konsesjoner, trålere og bygg, kan ha betydelig høyere verdi i dag enn på bokføringstidspunktet.

Boye og Meyer (2008) redegjør for hvilke forutsetninger som bør være tilstede for at en substansverdiregning skal gi en meningsfull verdi. En av disse forutsetningene er blant annet at det eksisterer et velfungerende annenhåndsmarked for anleggsmidlene. En verdsettelse av anleggsmidler kan gi usikre verdier i tilfeller der det ikke eksisterer markedsverdier. Et alternativ er å ta utgangspunkt i gjenanskaffelsesverdier redusert for verdiforringelse på grunn av slit og elde. En annen mulighet er å benytte skipsmeglere for å undersøke verdi på konsesjon og skrog, og takstmenn for å undersøke verdi på anlegg.

Vi har forsøkt å kontakte ulike skipsmeglere for å innhente informasjon om fartøyene til AKS. Det var ingen som konkret ville nevne verdianslag knyttet til AKS, men de kunne gi

generelle opplysninger rundt konsesjonsverdier. Ut fra de få tilbakemeldingene vi har fått, varierer prisen på torskekonsesjoner fra 50 til 100 millioner NOK. Den store variasjonen på om lag 50 millioner NOK kommer av at noen konsesjoner er leveringspliktige. Leveringsplikt innebærer regulering av hvor fartøyet skal levere fangsten og hvilken tilstand fangsten skal leveres i. En slik regulering er pålagt mange konsesjoner for å hindre markedskonkurranse, blant annet for å sikre råstoff til små og mellomstore aktører i distriktene, slik at bosetting og sysselsetting opprettholdes. Uten leveringsplikt ”ville markedsprisen i så fall ha «dirigert» råstoffet til den part som har høyest betalingsvilje. Oppheves eller endres ordningen vil dette ha betydning for konkurransesituasjonen og den regionale omsetning av råstoff” [16].

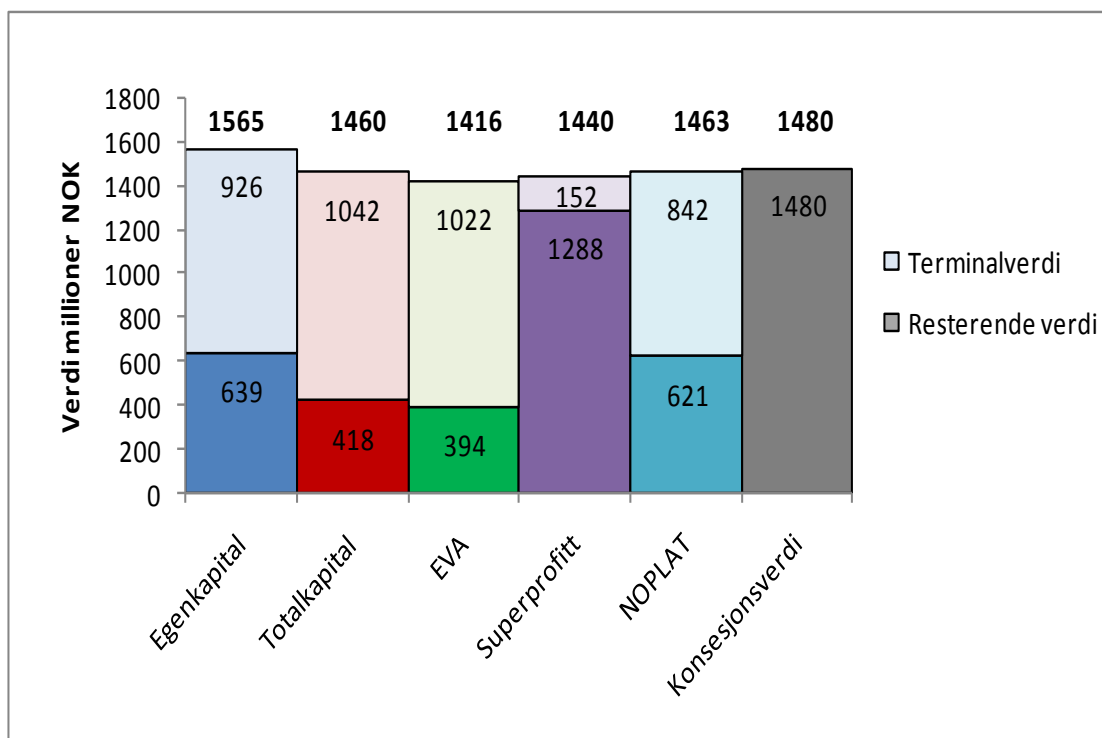
Selve fartøyet, uten konsesjon, avhenger av tekniske faktorer slik som alder på skrog, teknisk tilstand, maskinstørrelse/type osv. Dermed er det vanskelig for oss å benytte substansverdimodellen ut i fra Boye og Meyer sine anbefalinger. Usikkerheten rundt takst og gjenanskaffelseskostnader fratrukket verditap medfører at vi ikke vil beregne substansverdien for AKS.

AKS har 12 trålere i Norge med til sammen 29,6 konsesjoner. AKS verdsetter sine egne torskekonsesjoner til 50 millioner NOK per konsesjon. Totalverdien for alle torskekonsesjonene blir dermed 1480 millioner NOK.

Skipsmeglerne vi har vært i kontakt med mener at en fri torskekonsesjon i dagens marked har en verdi på 90-100 millioner NOK per konsesjon. Levringspliktige torskekonsesjoner ligger på et verdiintervall mellom 50-70 millioner NOK. Av de 29,6 torskekonsesjonene til AKS er 28,62 leveringspliktige. Teknisk sett kan man beregne de 28,62 konsesjonene som leveringspliktige, og resterende 0,98 som leveringsfri. De leveringsfrie konsesjonene vil for AKS kun medføre 760 tonn med torsk som kan leveres fritt. Tatt i betraktning at de leveringsfrie konsesjonene mest sannsynlig er fordelt mellom de ulike fartøyene, behandler vi alle torskekonsesjonene som leveringspliktige. Ved å benytte verdiintervallet 50-70 millioner NOK per torskekonsesjon, vil gjennomsnittsverdien tilsvare 1776 millioner NOK. Vi ser at vår beregning av konsesjonsverdiene er høyere enn vurderingen til AKS. Ettersom beregningen vår er tuftet på forholdsvis tynt grunnlag, velger vi å bruke beregningen til AKS som substansverdien av torskekonsesjonene. Konsesjonene har dermed en verdi på 1480 millioner NOK.

### 6.3 Oppsummering av verdiene til AKS

Ved å benytte de utvalgte metodene har vi kommet frem til seks verdier på egenkapitalen til Aker Seafoods. Ut fra figuren nedenfor ser vi at alle verdiene ligger omtrentlig på samme nivå. Det er EVA som gir den minste verdien, mens verdien til EK-metoden gir den største.



Figur 19: Oversikt over alle verdiene til de forskjellige metodene.

I figuren ovenfor blir totalverdien til de forskjellige metodene delt inn i terminalverdi og resterende verdi. Konsesjonsverdien er den eneste som ikke har en terminalverdi. Vi ser her hvordan terminalverdien påvirker de ulike metodene. Superprofitt blir i minst grad påvirket av terminalverdien, da bokført egenkapital er den største delen av verdien. TK og EVA blir mest påvirket.

### 6.4 Sensitivitetsanalyse

Verdivurdering av et selskap medfører skjønsmessige oppfattelser og vurderinger om fremtiden. Det kan være vurderinger om den antatte veksten for selskapet eller avkastningskravet til eierne. Forutsetningene i verdivurderingen er basert på data vi har hatt tilgjengelig og informasjon fra personer som kjenner næringen. I budsjettperioden økte vi driftsinntektene og driftskostnadene med 4 % de fem første årene, og 2,5 % på de andre postene. De resterende fem årene er det brukt en vekst på 2,5 % på alle postene, som tilsvarer

inflasjonsveksten. Vi har satt den evige vekstfaktoren til å være 2,5 %. Avkastningskravet til egenkapitalen er 7,9 %, og avkastningskravet til totalkapitalen er 6 %.

I dette kapittelet vil vi endre på noen av disse forutsetningene. På denne måten kan vi undersøke i hvor stor grad endrede komponenter og scenarier påvirker verdifastsettelsen. I vår sensitivitetsanalyse skal finne ut hvordan verdien til AKS endrer seg ved å forandre økonomiske parametre som:

- Selskapets fremtidige vekst
- Kvotefaktor
- Evig vekstfaktor
- Selskapets egenkapitalavkastningskrav
- Levetid
- Gjør at beregnet EK blir lik børsverdi av EK

I verdivurderingen har vi benyttet ulike metoder. NOPLAT -metoden er den eneste metoden som forutsetter at det ikke skal være vekst ved gjennomførelsen av en verdivurdering.

Dermed tar vi ikke med NOPLAT i sensitivitetsanalysen der veksten skal endres.

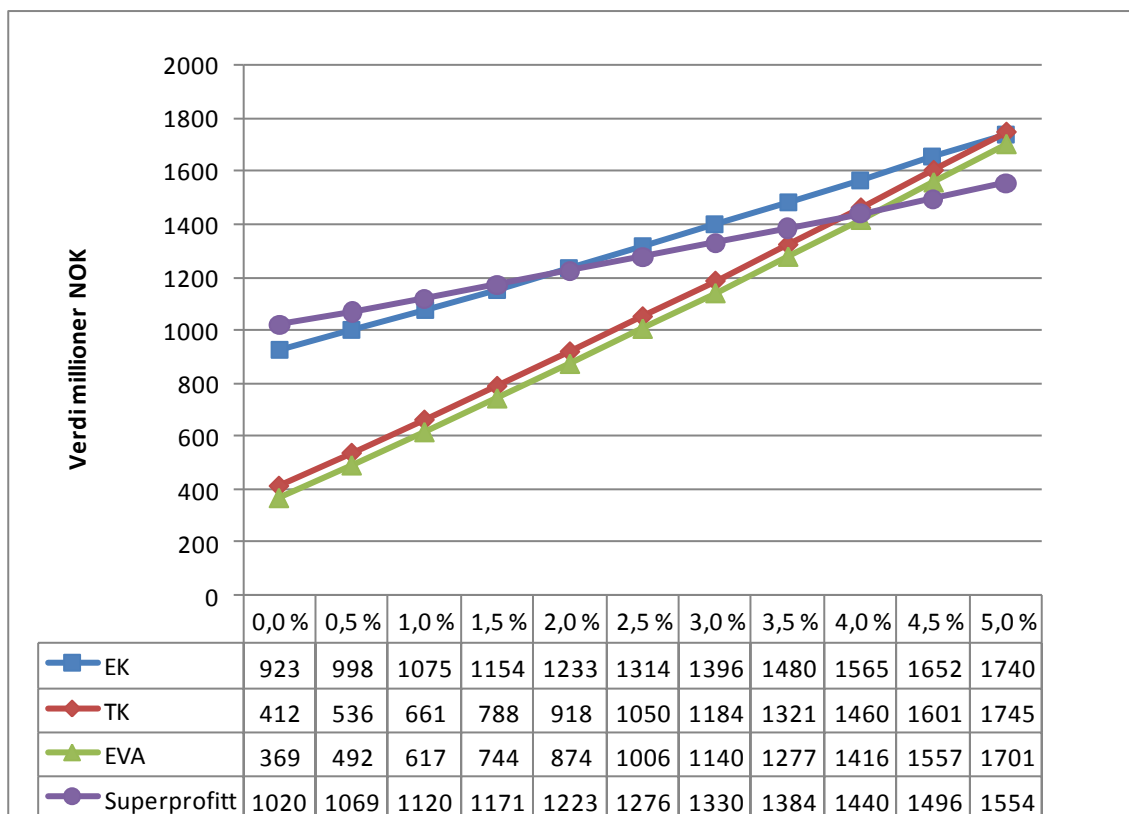
#### **6.4.1 Endring i selskapets fremtidige vekst**

I budsjettperioden har vi delt opp vekstraten i to perioder. De fem første årene har driftsinntektene og driftskostnadene en vekst på 4 %, mens de fem siste årene har de en vekst på 2,5 %. Avskrivninger og netto finans har gjennom hele budsjettperioden hatt en konstant vekst på 2,5 %.

AKS er et stort selskap med mange eiere og datterselskaper. En del av fremtiden til AKS vil være å investere i anleggsmidler, slik som konsesjoner, fartøy, anlegg eller andre investeringer. Det er vanskelig for oss å forutse investeringer og hvordan de skal finansieres, derfor endrer vi ikke veksten på avskrivninger, netto finans og balansen i sensitivitetsanalysen.

Vi vil benytte en sensitivitetsanalyse for å finne ut hva verdiene blir dersom de fem første årene har en vekst fra 0 % til 5 %, mens de fem siste årene holdes konstant.





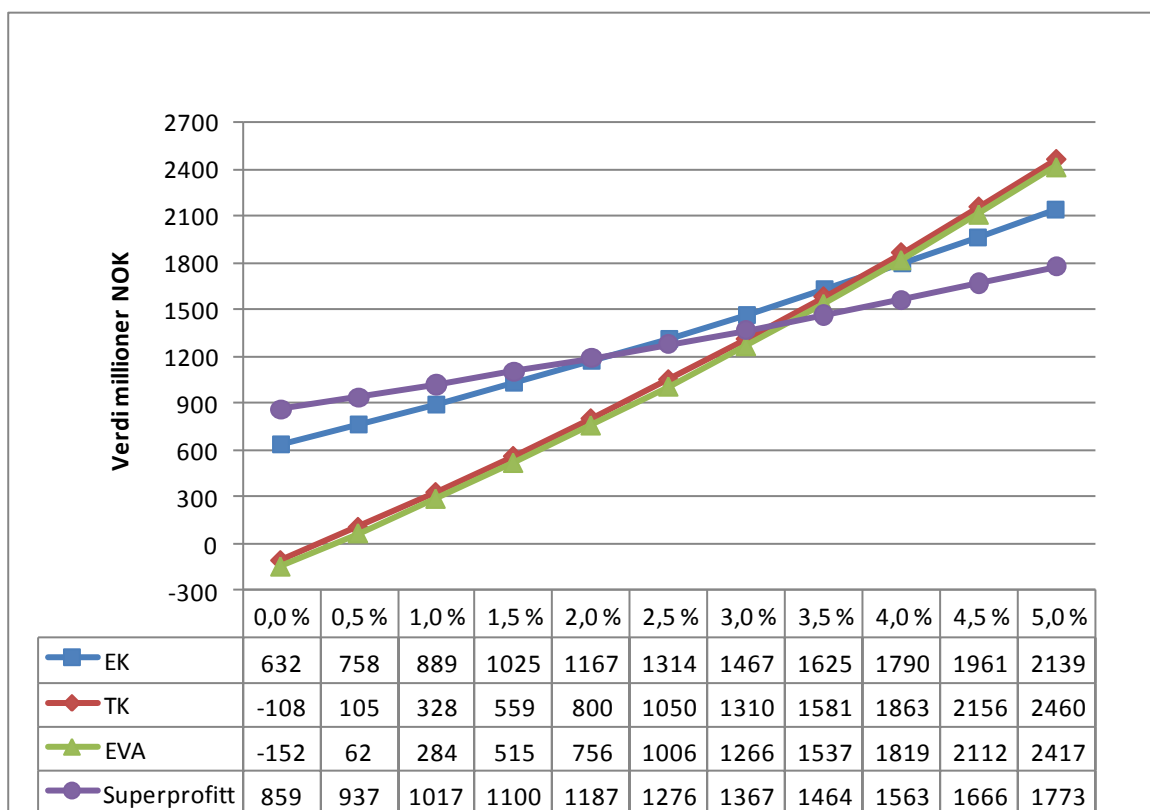
Figur 20: Verdiendring ved endring i veksten på driftspostene de fem første årene.

Ut i fra figuren ser vi hvordan verdien til AKS har endret seg ved å benytte vekst på driftsinntektene og driftskostnadene fra 0 % til 5 % de fem første årene.

Alle verdiene på de forskjellige metodene øker jo større veksten blir. Verdiøkningen ved bruk av TK og EVA avtar i prosentøkning jo større veksten i driftspostene blir, mens verdiøkningen ved EK og superprofitten avtar i mindre grad. Fra 0 % til 5 % vekst har verdiene til TK og EVA økt med over 300 %, mens verdiene til EK og superprofitten har økt med henholdsvis 88 % og 52 %. Dette gjenspeiler seg i figur 20, hvor vi ser at TK og EVA har brattest helning.

Det er knyttet usikkerhet til den fremtidige veksten i selskapet. Det kan være at driftspostene de fem første årene ikke øker mer enn de fem siste. Derfor gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse der alle driftspostene i hele budsjettperioden øker likt.

Vi endrer veksten på driftspostene for alle årene i budsjettperioden fra 0 % til 5 %:



Figur 21: Verdiendring ved endring i veksten på driftspostene for alle ti årene.

Ut i fra figur 21 ser vi hvordan verdiene til de forskjellige metodene har økt ved å endre veksten på driftspostene for alle årene. Også her ser vi at verdiene til TK og EVA påvirkes mest. Grafen til superprofitten slakker mest ut, og ligger langt under de andre verdiene med en vekst på 5 %. Siden en stor del av verdien ved å benytte superprofitt er bokført egenkapital, vil ikke denne metoden ha like stor progresjon som de andre metodene. Dette er fordi bokført egenkapital vil være den samme uansett vekst.

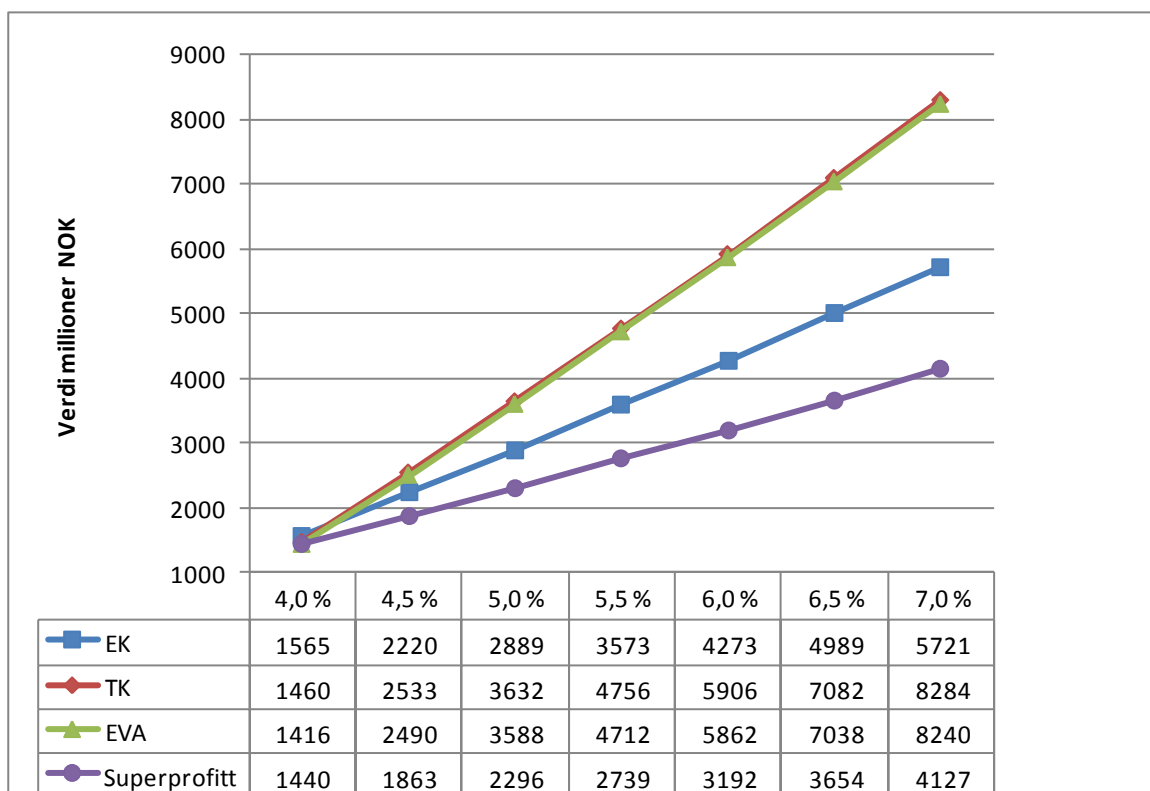
Ved null vekst i driftspostene har TK og EVA negative verdier. TK og EVA blir i større grad påvirket ettersom metodene tar utgangspunkt hovedsaklig i driftsresultat. EK og superprofitt tar utgangspunkt i ordinært resultat.

Ved å endre alle årene med samme vekst, kontra å bare endre de fem første, øker verdiene i større grad. Ellers ser begge figurene omtrentlig like ut. Selv om minimumet på vekst tilsvarer inflasjonsmålet (2,5 %), har vi valgt et vekstintervall fra 0 % og oppover. Dette for å undersøke om metodenes verdier holder samme helning gjennom veksten.

## 6.4.2 Endring i kvotefaktor

I avsnitt 3.3 og 3.4 ble det drøftet rundt hvitfiskindustriens historikk og mulige fremtidsutsikter. Fra et intervju med Jan Roger Lerbukt kom det frem at fiskeflåten har fått signaler om at kvotefaktoren kommer til å øke fra 3 til 4. Dette betyr at hvert enkelt fartøy vil få adgang til å fiske over 33 % mer enn tidligere. Mengden i tonn avhenger av størrelsen på kvotene som departementet bestemmer. AKS har 12 trålere og kan ved en faktorøkning strukturere opp de beste fartøyene mot å kondemnere de eldste/dårligste. Det kan også tenkes at AKS investerer i nye fartøy.

For AKS betyr en faktorøkning effektivisering dersom de strukturerer. En effektivisering kan bety at inntektene øker mer i forhold til kostnadene, og vi skal se på hvordan verdiene blir påvirket av denne endringen. Vi skal derfor øke inntektene de fem første årene fra 4 % til 7 %, mens tilhørende kostnader holdes konstant på 4 %.



Figur 22: Verdiendring ved å endre omsetningsveksten fra 4-7 %

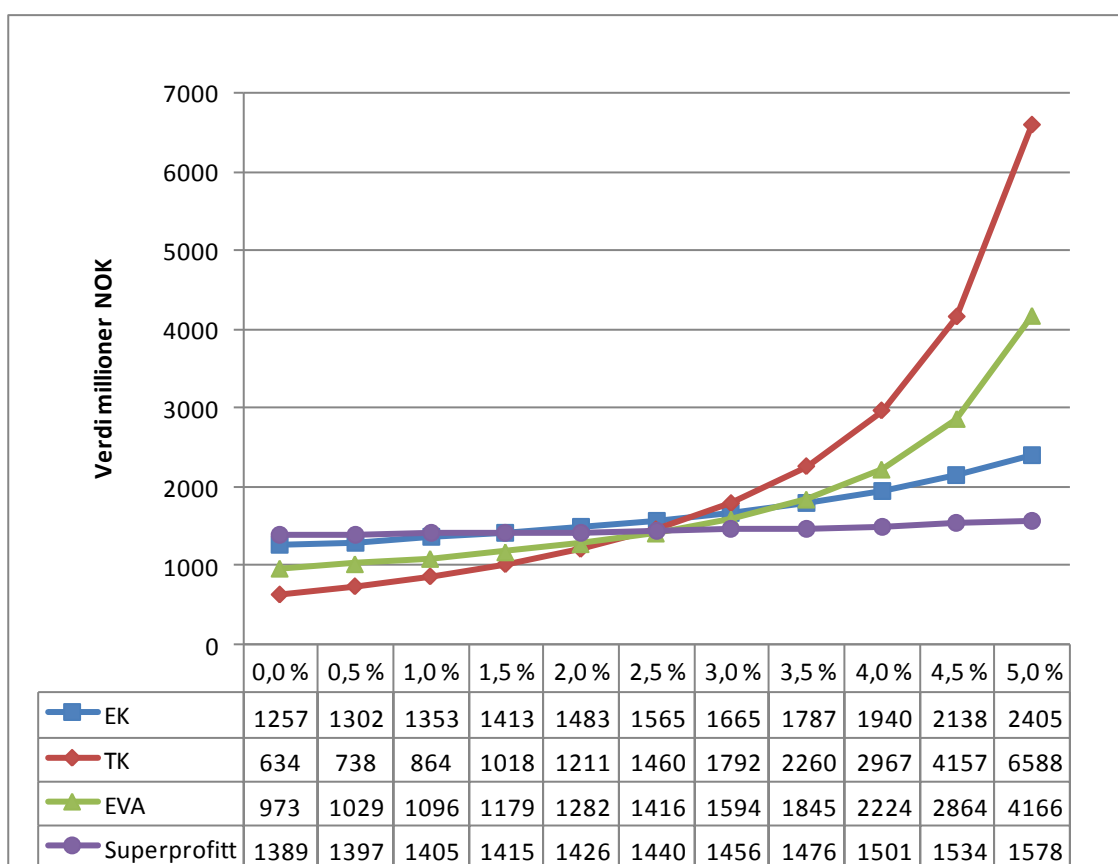
Ved å endre veksten fra 4-7 % ser vi at verdiene endrer seg drastisk. Spesielt ved metodene TK og EVA blir verdiene høye og svært like. Det er ikke sikkert at denne økningen er reell hvis det skulle oppstå en faktorøkning. Det er sannsynlig at forholdet mellom inntekt og kostnad ville blitt annerledes enn det vi har forutsett i sensitivitetsanalysen.

### 6.4.3 Endring i evig vekstfaktor

Den evige vekstfaktoren representerer veksten etter budsjettperioden på 10 år, og påvirker kun terminalverdien i verdivurderingsmodellene. Vi har benyttet en evig vekstfaktor på 2,5 % i beregningene. Denne vekstfaktoren representerer også inflasjonsmålet regjeringen har fastsatt for pengepolitikken i Norge. Pengepolitikken er rettet mot at konsumprisindeksen over tid vil øke med nær 2,5 % årlig [17]. Siden den evige vekstfaktoren kun påvirker terminalverdien, er det terminalverdien som endrer seg og ikke den neddiskonterte kontantstrømmen.

Endringsforholdet er likt, uavhengig om vi bruker terminalverdien eller totalverdien i en graf.

Vi har valgt å se på hvordan totalverdien endrer seg for å få en helhet av hva AKS er verdt etter å endre den evige vekstfaktoren fra 0 % til 5 %.



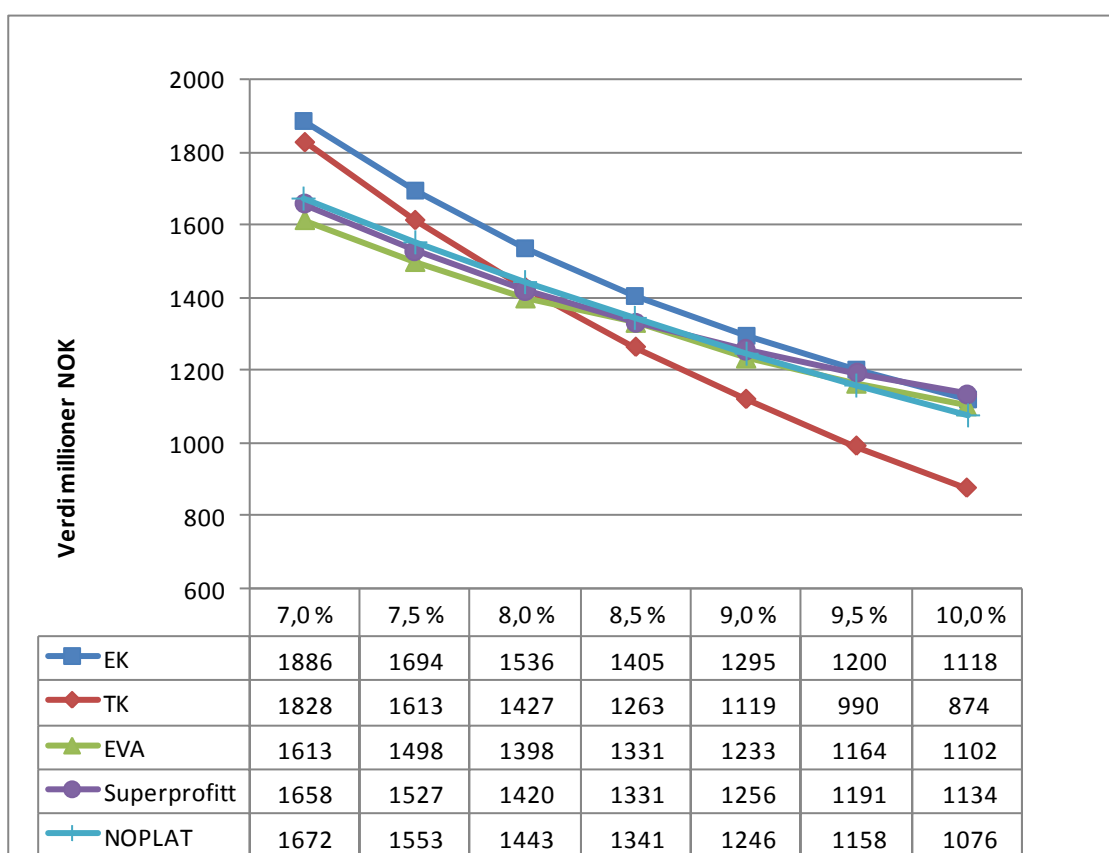
Figur 23: Verdiendring ved å benytte en evig vekstfaktor fra 0-5 %.

Det er ikke realistisk å forutsette en evig vekstfaktor på 5 %, men for å illustrere utviklingen benytter vi evig vekstfaktor fra 0-5 %. Vi ser at alle metodene er sensitiv for endring i vekstfaktoren. Superprofitten har en liten terminalverdi i motsetning til de andre metodene, og påvirkes i liten grad. TK-verdien påvirkes derimot av terminalverdien, da over halvparten av verdien som regel består av terminalverdien. Verdiene til TK og EVA er mest sensitiv fordi

de benytter WACC for å neddiskontere terminalverdien, mens EK og superprofitten neddiskonteres med  $R_e$ . Dette er fordi  $R_e$  er større enn WACC (7,9 % kontra 6,0 %).

#### 6.4.4 Endring i selskapets egenkapitalavkastningskrav

Avkastningskravet til egenkapitalen ble beregnet i avsnitt 8.2 til 7,9 %. Selv om vi har beregnet oss frem til  $R_e$ , så er det likevel usikkerhet knyttet til tallet. For å finne avkastningskravet til totalkapitalen brukes  $R_e$  som en konstant i beregningen. Begge avkastningskravene er sentrale faktorer i de forskjellige verdivurderingsmodellene, og ved å endre  $R_e$  fra mellom 7 % til 10 % kan vi se hvordan verdiene endrer seg. I denne sensitivitetsanalysen har vi også tatt med NOPLAT.



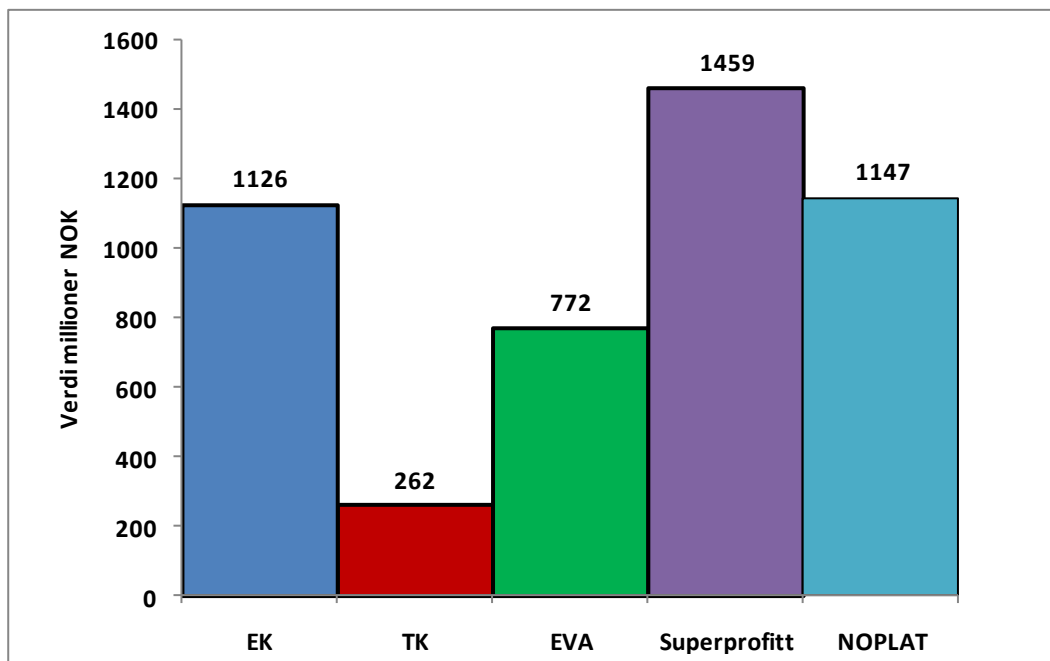
Figur 24: Verdiendring ved å endre  $R_e$

Vi ser fra figuren ovenfor at verdiene påvirkes etter hvordan avkastningskrav som benyttes. Jo høyere  $R_e$ , desto lavere blir verdiene. Verdiene er mest lik når  $R_e$  er ca 8 %, bortsett fra EK, og når  $R_e$  er 9 %, bortsett fra TK. TK-verdien blir påvirket mest, ved at den har en brattere helning enn de andre.

### 6.4.5 Endring av levetid

AKS har store verdier i konsesjonene, og alle trålerne er nesten fullstrukturert. At trålerne er fullstrukturert betyr at trålerne til AKS besitter en tilnærmet maksimal torskekvote, som vil si 3 faktorer per fartøy. I 2009 ga en torskekonsesjon (1 faktor) rett til å fiske 776 tonn med torsk. Nåværende politikk er at strukturkonsesjonene blir inndratt etter 25 år. Dette betyr at strukturkonsesjonene til AKS blir inndratt i 2032. Vi antar dermed at selskapet bare har en levetid til 2032, og det skal ikke beregnes en terminalverdi.

Forutsetningene for veksten i perioden 2010 til 2032 blir 4 % de fem første årene og 2,5 % de resterende år på driftspostene, mens resten av postene i regnskapet øker med 2,5 %. Dette er forutsetninger lagt til grunn tidligere i oppgaven.



Figur 25: Verdiene til AKS ved en levetid til 2032.

Når vi beregner verdien til AKS uten terminalverdi, varierer verdiene til de forskjellige metodene. Dette kan forklares ved at terminalverdien er en stor del av totalverdien i mange av metodene. Verdien til TK ble påvirket mye fordi terminalverdien ikke var med. Hadde man ikke trukket fra rentebærende gjeld, ville verdien blitt 1470 millioner NOK. Superprofitt blir i mindre grad påvirket ettersom den største delen av totalverdien består av bokført EK. TK og EVA får de laveste verdiene fordi de benytter avkastningskravet til totalkapitalen for å neddiskontere kontantstrømmen, mens EK og superprofitt benytter avkastningskravet til egenkapitalen. NOPLAT benytter andre forutsetninger som påvirker verdien, blant annet at

man ikke forutsetter vekst. Dette har gjort at selv om NOPLAT benytter likt avkastningskrav som TK og EVA, får metoden en av de høyeste verdiene.

#### **6.4.6 Endring som må gjøres for å få beregnet EK lik børsverdi av EK**

I avsnitt 6.3 ser vi verdiene på AKS gjennom de ulike metodene. Disse verdiene er ikke i samsvar med verdien på Oslo Børs, som verdsatte AKS til 667 millioner NOK ved utgangen av 2009. I dette avsnittet skal vi endre på forutsetninger og faktorer for å oppnå en tilnærmet lik verdi som Oslo Børs. Vi kan blant annet endre på driftsmargin, levetid eller rente. TK-metoden skal i prinsippet gi den samme egenkapitalverdien som ved EK-metoden. I denne beregningen benytter vi kun EK-metoden.

Vi har benyttet driftsmarginen til 2006 som utgangspunkt for verdivurderingen. Ved å benytte den gjennomsnittlige driftsmarginen til AKS på 3,25 % (se tabell 12), får vi en egenkapitalverdi på 160 millioner NOK. Dette er en lavere verdi enn 667 millioner NOK. I avsnitt 6.1.2 sier vi at 2007 er et normalt år for hvitfisknæringen, der det ikke skjer store og spesielle hendelser sammenlignet med de andre årene. Vi tar derfor utgangspunkt i driftsmarginen til 2007 på 4,57 % (se tabell 12), og får en verdi på 655 millioner NOK. Dette er en verdi tilnærmet lik børsverdien. Grunnen til at det ikke blir riktig å ta utgangspunkt i driftsmarginen i 2007, er at årsresultatet i 2010 blir mindre enn i 2009. Det vil ta AKS 5-6 år for å oppnå et like stort resultat som i 2009, dersom vi tar utgangspunkt i en driftsmargin på 4,57 %.

I sensitivitetsanalysen (avsnitt 6.4.5) forutsetter vi at AKS har en levetid til 2032, noe som gir en verdi på 1126 millioner NOK. Ved prøving og feiling har vi endret på levetiden til AKS for å finne en tilnærmet lik verdi som børsverdien. Vi kom frem til at AKS vil være verdt 639 millioner NOK hvis selskapet har en levetid på 10 år (2019). Denne levetid kan være reell ettersom Aker ASA vil satse på sine kjerneaktiviteter, noe som kan bety at Aker ASA selger sin eierandel eller oppløser selskapet. Siden deltakerloven krever at 60 % av AKS skal eies av norske personer eller selskaper, reduseres muligheten for oppkjøp. Det er heller ikke sikkert at Kjell Inge Røkke vil ha en like aktiv rolle i AKS om ti år som han har i dag. Dette kan også medføre at AKS oppløses.

Renten til AKS har vært ustabil siden børsnoteringen i 2005. Den har variert fra 3 % til 10 %. Siden renten har vært varierende, har gjennomsnittlig rente blitt påvirket. I 2008-2009 var renten på henholdsvis 6 % og 10 %, noe som ga en gjennomsnittsrenten på 6 % (se tabell 7). En annen gjennomsnittsrente ville kanskje gitt en verdi lik børsverdien. Vi benyttet EK-

metoden i dette avsnittet der renten ikke påvirker verdien. Renten påvirker WACC og ikke  $R_e$ . Hadde vi benyttet TK-metoden kunne vi beregnet hva størrelsen på renten skulle ha vært, for å få en verdi lik børsverdien.

#### **6.4.7 Oppsummering av sensitivitetsanalysen**

På bakgrunn av sensitivitetsanalysen ser vi at verdiene endrer seg ved at forutsetningene endres. TK og EVA er de metodene som er mest følsomme for endringer. Superprofitt blir i mindre grad påvirket, som følge av at den største delen av totalkapitalen er den bokførte egenkapitalen.

I sensitivitetsanalysen har vi i hovedsak endret på veksten i selskapet. Vi kunne også sett på andre faktorer, som for eksempel å dekomponere inntekts- og kostnadskomponenter og forandre på produktmiksen. Dette har ikke latt seg gjennomføre ettersom de offentlige regnskapene til AKS ikke viser denne informasjonen. Hadde dette latt seg gjennomføre ville vi fått en mer konkret oversikt over hvor mye de små faktorene påvirker. For å undersøke fiskesortenes betydning av selskapet inntjening og kostnader, kunne vi endret på produktmiksen. En annen viktig kostnadsfaktor er drivstoffkostnadene. Denne kostnaden har stor betydning for fiskeflåten og kan variere mye. Ved å holde alle postene konstante, kunne vi endret drivstoffkostnadene for å se hvor stor betydning en endring ville hatt.

På bakgrunn av at vi ikke har hatt mulighet til å dekomponere postene i regnskapet til AKS, har sensitivitetsanalysene kun hatt et overordnet fokus.



## 7 Konklusjon

Vi har gjennomført en verdivurdering av Aker Seafoods ASA. Verdsettelsen bygger på regnskapstall for AKS, offentlig informasjon, analyse av historiske år fra 2005 til 2009 og antatte fremtidsutsikter for fiskeflåten.

Problemstillingen for analysen var som følgende:

*Hva er verdien av egenkapitalen til Aker Seafoods ASA ved utgangen av 2009?*

Gjennom å benytte utvalgte verdivurderingsmodeller har vi kommet frem til et verdiintervall fra 1416 til 1565 millioner NOK.

Verdivurderingsmetoder	Verdi
Egenkapital	1565
Totalkapital	1460
EVA	1416
Superprofitt	1440
NOPLAT	1463
Konsesjonsverdi	1480

Dette viser at verdien på et selskap kan variere alt ettersom hvilke metoder, faktorer og forutsetninger som legges til grunn. Gjennomsnittet av de seks metodene gir en verdi på 1471 millioner NOK. Denne gjennomsnittsverdien er svært lik konsesjonsverdien til selskapet. Grunnlaget for at AKS driver innenfor fiskeflåten er at de eier konsesjoner, og vi tror derfor at konsesjonene til AKS gjenspeiler selskapets verdi.

Verdien til AKS på Oslo Børs ved utgangen av 2009 tilsvarte en aksjeverdi på 667 millioner NOK. Differansen fra vår gjennomsnittsverdi ligger på 804 millioner NOK. Ved utgangen av 2009 ble en aksje til AKS verdsatt til 7,88 NOK på Oslo Børs. Ut i fra våre beregninger mener vi at hver aksje i gjennomsnitt er verdt 17,38 NOK. Dette er en økning på 120 % sammenlignet med aksjekursen på Oslo Børs.

I sensitivitetsanalysen benyttet vi andre faktorer og forutsetninger som endret verdiene. TK og EVA var de metodene som var mest sensitiv for endringer, mens superprofitt ble minst påvirket. Det var endring av evig vekstfaktor som påvirket verdiene i størst grad.

## 7.1 Drøfting

Verdsettelsen av AKS baserer seg på våre innsamlede data. Vår anvendelse av data og metode kan være feil utøvet i oppgaven. Siden vi benytter skjønn i oppgaven, kan det medføre at andre som foretar analysen får andre verdier.

Vi har kun vektlagt konsernregnskapet til AKS som verdsettelsesgrunnlag. Det betyr at vi ikke har vektlagt å vurdere hvert enkelt selskap, men konsentrert oss om helheten til konsernet. Det kan for eksempel være vanskelig å avdekke skjulte verdier og ressurser som ikke vises i konsernregnskapet.

Vi valgte å basere verdivurderingen på økonomisk teori og har ikke gjennomført en fullstendig strategisk analyse. Det er mange som mener at en strategisk analyse bør være en vesentlig del av en verdsettelsesoppgave. Vår strategiske analyse omfatter historisk og fremtidig blick over fiskeflåten i Norge, og baserer seg på få kilder samt et intervju.

AKS har kun eksistert fra 2005 og vi har valgt 2006 som et basisår, der driftsmarginen er lagt til grunn i budsjettperioden. 2006 var det sterkeste året for selskapet, og har medført at våre verdianslag er høyere enn hvis vi hadde brukt den gjennomsnittlige driftsmarginen.

Vi har begrenset analysen til å konsentrere oss om historiske regnskapstall fra 2005-2009. Dette er kanskje en kort tidsperiode å se den historiske utviklingen på. Ved å slå sammen regnskapene til de tre fusjonerte selskaper som AKS består av, kunne vi sett på historiske regnskapstall over en lengre tidsperiode. På grunn av tid og kapasitet har vi ikke hatt anledning til dette.

Balansen til AKS viser at anleggsmidlene har hatt en stabil og jevn økning. Det samme gjelder for egenkapitalen. I 2009 var verdien på anleggsmidlene og egenkapitalen på henholdsvis 2376 millioner NOK og 1083 millioner NOK (se vedlegg 4). Likevel mener Oslo Børs at AKS har en verdi tilsvarende 667 millioner NOK. Det er flere faktorer som påvirker verdien på børsen i tillegg til verdiene i selskapet. Oslo Børs kan vektlegge andre faktorer som ikke vi tar med når vi verdsetter selskapet. Det kan være hvordan eierstrukturen er oppbygd, rykter i markedet og politikken i fiskerinæringen.

Vår problemstilling var å finne verdien til AKS ved utgangen av 2009. Det kan være interessant å drøfte litt rundt hva som har skjedd i etterkant.

Februar 2010 skiftet AKS ut sin daværende konsernsjef med Liv Monica B. Stubholt. Kort tid etterpå ble det gjennom børsmeldinger signalisert at AKS skal deles i to rendyrkede selskaper.

Til tross for at finanskrisen har avtatt og at det blir gjennomført store strategiendringer i selskapet, har ikke aksjeverdien til AKS økt særlig. Sammenlignet mot LSG og MHG har aksjeverdiene til disse selskapene økt betraktelig ved slutten av 2008. Den samme konklusjonen kan trekkes dersom vi sammenligner alle tre selskap fra 2006 til 2010, der AKS ligger langt under aksjeverdiene til både MHG og LSG. Per 03.05.10 ble AKS verdsatt til 719 millioner NOK på Oslo Børs. Aksjekursutviklingen for AKS har det siste året hatt en jevn verdi i forhold til tidligere år. Det betyr at den aksjeverdien vi har lagt til grunn ved vår analyse er et representativt utgangspunkt for det siste året.

Ved børsintroduksjonen i 2005 ble AKS verdsatt til 1,4 milliard NOK. Vi har kommet frem til en tilsvarende verdi. Det viktigste med vår analyse er å finne en verdi på selskapet gjennom å benytte ulike metoder. Det er ikke sikkert at verdien vi har funnet er en reell verdi på selskapet, men dette er ikke like viktig ettersom vi ikke skal anbefale noen til å kjøpe seg inn i AKS, eller bruke verdien på annet vis. Hovedpoenget med vår analyse er at vi har lært hvordan en verdivurdering utføres og hvilke metoder man kan benytte. Vi er fornøyd med at de ulike metodene vi har benyttet har fått tilnærmede like verdier.

## Litteraturliste

### Bøker, artikler og rapporter:

Aker Seafoods ASA (2005), "*Prospectus – Aker Seafoods ASA*", DnB Nord Marked og Pareto Securities ASA

Aker Seafoods ASA (2005), "*Årsrapport 2005*"

Aker Seafoods ASA (2006), "*Årsrapport 2006*"

Aker Seafoods ASA (2007), "*Årsrapport 2007*"

Aker Seafoods ASA (2008), "*Årsrapport 2008*"

Aker Seafoods ASA (2009), "*1.kvartalsrapport 2009*"

Aker Seafoods ASA (2009), "*4.kvartalsrapport 2009*"

Aker Seafoods ASA (2009), "*Årsrapport 2009*"

Bendiksen, B. I. (2010), "*Driftsundersøkelsen i fiskeriindustrien – Oppsummering av lønnsomhet i norsk fiskeindustri 2008*", Nofima

Bendiksen, B.I. (2009), "*Fiskeindustrien i Nord-Norge og Nord-Trøndelag – Endringer struktur, sysselsetting og produksjon*", Nofima

Bertelsen, M., E. Linderud og J. Løvås (2009-11-06), "Baby-bom på Børsen", *Dagens Næringsliv*, nr. 258, s. 10

Boye, K. og C.B. Meyer (2008), "*Fusjoner og oppkjøp*", Cappelen Akademisk Forlag

Brealey, R.A., S.C. Myers og F. Allen (2006), "*Corporate finance*", McGraw-Hill Irwin

Bøhren, Ø. og D. Michalsen (2002), "*Finansiell økonomi – Teori og praksis*", Skarvet Forlag

Dahl, G.A., T. Hansen, R. Hoff og A. Kinserdal (1997), "*Verdsettelse i teori og praksis*", Cappelen Akademisk Forlag

Damodaran, A. (2002), "*Investment valuation*", John Wiley & Sons, Inc.

- Eklund, T. og K. Knutsen (2003), *"Regnskapsanalyse med årsoppgjør"*, Gyldendal Akademisk
- Gjesdal, F. og T. Johnsen (2008), *"Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering"*, Cappelen Akademisk Forlag
- Gripsrud, G., U.H. Olsson og R. Silkoset (2004), *"Metode og dataanalyse med fokus på beslutninger i bedrifter"*, Høyskoleforlaget
- Halvorsen, K. (2000), *"Å forske på samfunnet"*, Bedriftsøkonomens forlag
- Hoff, K.G. (2005), *"Bedriftens økonomi"*, Universitetsforlaget
- Hoff, K.G. og T. Bjørnenak (2005), *"Driftsregnskap og budsjettering"*, Universitetsforlaget
- Holme, M.I. og B. Solvang Krohn (1996), *"Metodevalg og metodebruk"*, TANO
- Hull, J.C (1997), *"Options, Futures, and Other Derivatives"*, Prentice Hall International, Inc
- Huneide, J-E, K. Pedersen, H.R. Schwencke og D.O. Haugen (2009), *"Årsregnskapet i teori og praksis 2008"*, Gyldendal akademisk
- Jacobsen, D.I. (2000), *"Hvordan gjennomføre undersøkelser?"*, Høyskoleforlaget
- Johannessen, A., L. Kristoffersen og P.A. Tufte (2004), *"Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag"*, Abstrakt Forlag
- Kaplan, R. S. (1986) The role of empirical research in management accounting . *Accounting, Organizations and Society* 11 (4/5): 429-52
- Kaplan, R. S. (1998) Innovation action research: creating a new management theory and practice. *Journal of Management Accounting Research* 10: 98-118
- Kinserdal, A. (2008), *"Grunnleggende regnskapsforståelse"*, Cappelen Akademisk Forlag.
- Koller, T., M. Goedhart og D. Wessels (2005), *"Measuring and Managing the Value of Companies"*, McKinsey & Company
- Lerøy Seafood Group ASA, Årsrapporter 2005-2009
- Marine Harvest ASA, Årsrapporter 2005-2009

Ryan, B., R.W. Scapens og M. Theobald (2002), ”*Research Method and Methodology in Finance and Accounting*”, South-Western Cengage Learning

Wayman, R. J. (2002), ”*EBITDA: The Good, the Bad, and the Ugly*”, Investopedia

Yin, R. K. (1984) ”*Case Study Research, Design and Methods*”, Beverly Hills, CA: Sage.

### **Websider:**

- [1] Leder: En viktig dom. Klassekampen. Web-side:  
[www.klassekampen.no/artikler/kommentarer/30822/article/item/null](http://www.klassekampen.no/artikler/kommentarer/30822/article/item/null). Publisert 22.03.02. Dato 09.11.09.
- Rettssaker i kø for Røkke. Dagens Næringsliv. Web-side:  
<http://www.dn.no/forsiden/article100823.ece>. Publisert 20.10.03. Dato 03.02.10
- [2] Aker Seafoods forbereder omstilling. Oslo Børs. Web-side:  
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=257871> Publisert 14.04.10.  
Dato 30.04.10.
- [3] Aker Seafoods ASA. Aker Seafoods. Web-side:  
[www.akerseafoods.com/text.cfm?id=1-0&path=2](http://www.akerseafoods.com/text.cfm?id=1-0&path=2). Dato 07.11.09.
- [4] Marine Harvest in brief. Marine Harvest. Web-side:  
<http://marineharvest.com/en/About-Marine-Harvest/Marine-Harvest-in-brief/>.  
Publisert 14.02.08. Dato 24.02.10.
- [5] Verdens nest største oppdretter av laks og ørret. Lerøy Seafood Group. Web-side:  
<http://www.leroy.no/no/Production/>. Dato 25.02.10.
- [6] J-59-2010. Fiskeridirektoratet. Web-side:  
<http://www.fiskeridir.no/fiske-og-fangst/j-meldinger/gjeldende-j-meldinger/j-59-2010>.  
Publisert 10.03.10. Dato 21.03.10.
- [7] Fiskebåtrederne har en minst like god sak. Fish.no. Web-side:  
<http://www.fish.no/fiskeri/2067--fiskebatredere-har-en-minst-like-god-sak.html>.  
Publisert 12.02.10. Dato 21.03.10.

- [8] Valutakurser. Norges Bank. Web-side:  
[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_200.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_200.aspx). Dato 27.03.10
- [9] Ulovlig fiske. Fiskeri- og kystdepartementet. Web-side:  
[http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/tema/fiske\\_og\\_fangst/ulovlig-fiske.html?id=86952](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/tema/fiske_og_fangst/ulovlig-fiske.html?id=86952). Dato 11.02.10
- [10] WWF gratulerer norsk fiskerinæring – diger miljøsei(er)!. WWF. Web-side:  
<http://www.wwf.no/?uNewsID=18320>. Publisert 17.06.08. Dato 12.02.10.
- [11] NOx-avgiften. Sjøfartsdirektoratet. Web-side:  
<http://www.sjofartsdir.no/no/Regelverk2/NOx-avgiften/> Publisert 11.04.07. Dato 12.02.10.
- [12] Suksesskriterier for oppdrettsfisk: Hvorfor lykkes tilapia og pangasius?. Frank Asche og Trine Trollvik. Web-side:  
<http://www.seafood.no/binary?id=102689>. Publisert 28.11.08. Dato 22.04.10.
- [13] Alaska Pollock. Polar Seafood. Web-side:  
<http://polar-seafood.no/Produkter/fisk/Alaska-Pollock.aspx>. Dato 22.04.10.
- [14] Aker Seafoods tilbyr tilbakekjøp av obligasjonslån. Oslo Børs. Web-side:  
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=241664>. Publisert 02.07.09. Dato 03.03.10.
- [15] Markedets risikopremie. Finansdepartementet. Web-side:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>. Dato 18.02.10
- [16] Utviklingstrekk i torskefiskesektoren. Fiskeri- og kystdepartementet. Web-side:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/dok/nouer/2002/nou-2002-13/13.html?id=381009>. Dato 08.04.10.
- [17] Inflasjon. Norges Bank. Web-side:  
[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_12123.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_12123.aspx). Dato 29.03.10

## Vedlegg

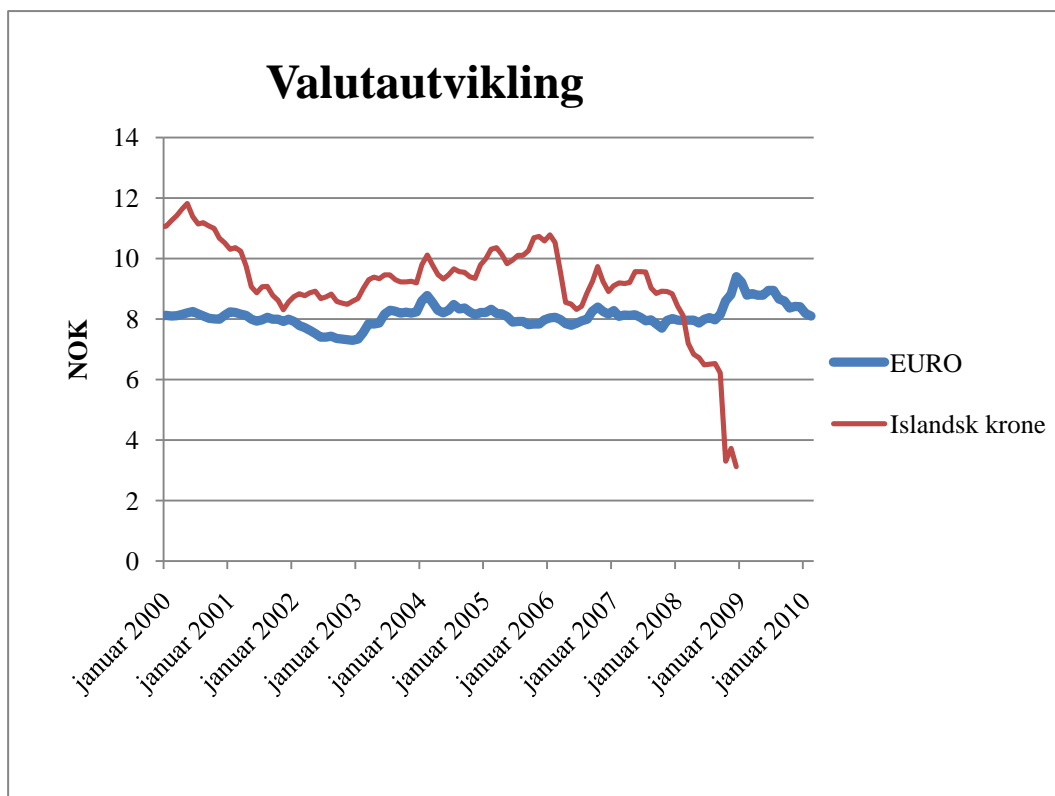
### Vedlegg 1: Prisutvikling på råoljen fra 1997 til 2008



Kilde: US Energy Information Administration



## Vedlegg 2: Valutautvikling på Euro og Islandsk krone



Kilde: Norges Bank

### **Vedlegg 3: Spørsmål stilt til Jan Roger Lerbukt, daglig leder Hermes AS**

- Hvordan har utviklingen for hvitfisknæringen vært de fem foregående år? Er det noen av disse årene som kan sies å være ekstraordinære, og hva er eventuelle årsaker til det?
- Hvordan ser fremtidsutsiktene ut for næringen de neste 5-10 årene?
  - Hvordan vil inntektene og kostnadene generere i fremtiden?
  - I forhold til miljøutgifter, hvordan vil dette være i fremtiden?
- Hva tror du myndighetenes bestemmelser vil være i forhold til konsesjoner og faktorer på trålere i fremtiden? Hva tror du konsekvensen av dette vil være?

## Vedlegg 4: Regnskap og balanse til AKS fra 2005 til 2009

<b>Resultatregnskap Aker Seafoods ASA</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Driftsinntekter	1 717	2 093	2 210	2 678	2 671
Andre driftsinntekter	22	27	20	40	14
Varekostnad og beholdningsendring	-899	-1 105	-1 171	-1 456	-1 427
Verdijustering av biologiske eiendeler	0	0	0	0	7
Lønnskostnader	-408	-514	-524	-647	-663
Andre driftskostnader	-296	-306	-357	-471	-411
<b>Driftsresultat før avskrivninger og amortisering</b>	<b>135</b>	<b>195</b>	<b>178</b>	<b>144</b>	<b>192</b>
Avskrivninger og amortiseringer	-75	-83	-82	-108	-124
Spesielle driftsposter	0	40	6	-13	-54
<b>Driftsresultat</b>	<b>60</b>	<b>152</b>	<b>102</b>	<b>24</b>	<b>14</b>
Finansinntekter	23	22	23	70	192
Finanskostnader	-66	-71	-106	-220	-109
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	-5	1	0	0	0
<b>Resultat før skatt</b>	<b>11</b>	<b>104</b>	<b>20</b>	<b>-126</b>	<b>97</b>
Skattekostnad	-4	18	-11	47	-23
<b>Årest resultat</b>	<b>8</b>	<b>122</b>	<b>9</b>	<b>-79</b>	<b>74</b>

<b>Balanse Aker Seafoods ASA</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Eiendeler</b>					
Skip,eiendom, anlegg og utstyr	803	761	895	1 064	1 046
Immatrielle eiendeler	877	911	1 133	1 222	1 181
Eiendeler ved utsatt skatt	105	159	165	111	90
Aksjer og andeler i tilknyttede selskaper	5	6	20	13	15
Andre aksjeinvesteringer	5	8	23	4	6
Finansielle rentebærende anleggsmidler	205	216	117	22	22
Pensjonsmidler	1	0			
Andre anleggsmidler	7	7	7	15	15
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>2 006</b>	<b>2 066</b>	<b>2 361</b>	<b>2 451</b>	<b>2 376</b>
Varelager	204	185	229	327	260
Biologiske eiendeler				83	63
Kundefordringer og øvrige rentefri kortsiktig fordring	299	305	276	388	283
Derivater	0	0	13	0	18
Rentebærende kortsiktige fordringer	14	0	0	6	6
Kontanter og kontantekvivalenter	226	150	189	48	155
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>743</b>	<b>639</b>	<b>708</b>	<b>851</b>	<b>785</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>2 750</b>	<b>2 706</b>	<b>3 069</b>	<b>3 302</b>	<b>3 160</b>
<b>Egenkapital og forpliktelser</b>					
Aksjekapital	243	243	243	243	423
Annen innskutt egenkapital	652	656	657	657	647
Egne aksjer	0	-2	-1	-1	-1
Opptjent egenkapital	-10	66	49	-90	-4
<b>Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet</b>	<b>886</b>	<b>963</b>	<b>947</b>	<b>809</b>	<b>1 065</b>
Minoritetsinteresser	20	17	87	17	18
<b>Sum egenkapital</b>	<b>905</b>	<b>980</b>	<b>1 034</b>	<b>826</b>	<b>1 083</b>
Rentebærende lån og kreditter	1 166	1 115	1 230	1 304	1 097
Forpliktelser ved utsatt skatt	212	250	320	241	219
Pensjonsforpliktelser	19	18	19	15	15
Annen langsiktig forpliktelse	2	0	0	123	124
<b>Sum langsiktige forpliktelser</b>	<b>1399</b>	<b>1383</b>	<b>1 569</b>	<b>1 682</b>	<b>1 455</b>
Rentebærende kortsiktig gjeld	171	63	86	284	111
Leverandørgjeld og andre betalingsforpliktelser	273	279	380	410	503
Forpliktelser ved periodeskatt	2	0			
Derivater	0	0	0	101	9
<b>Sum kortsiktige forpliktelser</b>	<b>445</b>	<b>342</b>	<b>465</b>	<b>794</b>	<b>623</b>
<b>Sum forpliktelser</b>	<b>1844</b>	<b>1 725</b>	<b>2 034</b>	<b>2 477</b>	<b>2 077</b>
<b>Sum egenkapital og forpliktelser</b>	<b>2750</b>	<b>2 706</b>	<b>3 069</b>	<b>3 302</b>	<b>3 160</b>

## Vedlegg 5: Prognostiserte regnskap og balanse fra 2010 til 2019

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	1999	2093	2210	2678	2671										
Andre driftsinntekter	22	27	20	40	14										
Sum driftsinntekter	2021	2120	2230	2718	2685	2792	2904	3020	3141	3267	3348	3432	3518	3606	3696
Varekostnad og behøring	-1138	-1105	-1171	-1456	-1419	-2470	-2569	-2671	-2778	-2889	-2962	-3086	-3112	-3189	-3269
Lønskostnader	-417	-514	-524	-647	-663										
Andre driftskostnader	-328	-306	-357	-471	-411										
Avskrivninger og amortisering	-75	-83	-82	-108	-124	-127	-130	-134	-137	-140	-144	-147	-151	-155	-159
Spesielle driftsposter	0	40	6	-13	-54	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum driftskostnader	-1958	-1968	-2128	-2695	-2671	-2597	-2699	-2805	-2915	-3030	-3105	-3183	-3263	-3344	-3428
Driftsresultat	63	152	102	23	14	195	205	215	226	237	243	249	255	262	268
Driftsmargin	3,12%	7,17%	4,57%	0,85%	0,52%	7,00%	7,07%	7,13%	7,19%	7,26%	7,26%	7,26%	7,26%	7,26%	7,26%
Finansinntekter	23	22	23	70	192	52	53	55	56	57	59	60	62	63	65
Finanskostnader	-69	-71	-106	-220	-109	-104	-107	-109	-112	-115	-118	-121	-124	-127	-130
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	-5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat før skatt	12	104	20	-126	97	144	152	161	170	180	184	189	194	198	203
Skatekostnad	-4	18	-11	47	-23	-40	-43	-45	-48	-50	-52	-53	-54	-56	-57
Resultat etter skatt	8	122	9	-79	74	103	109	116	122	129	133	136	139	143	146

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Balanse 31.12											
Anleggsmidler	2.376	2.435	2.496	2.539	2.623	2.688	2.755	2.824	2.895	2.967	3.041
Omløpsmidler	785	805	825	845	866	888	910	933	956	980	1.005
Sum Eiendeler	3.160	3.239	3.320	3.403	3.488	3.575	3.665	3.756	3.850	3.946	4.045
Egenkapital	1.083	1.110	1.138	1.166	1.195	1.225	1.256	1.287	1.320	1.353	1.386
Rentefri gjeld	869	891	913	936	959	983	1.008	1.033	1.059	1.085	1.112
Rentebærende gjeld	1.208	1.238	1.269	1.301	1.333	1.367	1.401	1.436	1.472	1.509	1.546
Sum EK og gjeld	3.160	3.239	3.320	3.403	3.488	3.575	3.665	3.756	3.850	3.946	4.045

## Vedlegg 6: Beregning av verdi gjennom EK-metoden

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat etter skatt	103	109	116	122	129	133	136	139	143	146
+ Avskrivninger	127	130	134	137	140	144	147	151	155	159
- Anleggsinvesteringer	187	191	196	201	206	211	216	222	227	233
- Økning omløpsmidler	20	20	21	21	22	22	23	23	24	25
+ Økning rentefri gjeld	22	22	23	23	24	25	25	26	26	27
+ Økning rentebærende gjeld	30	31	32	33	33	34	35	36	37	38
= Kontantoverskudd EK	76	82	87	93	99	102	105	107	110	113

Verdi av prognoseperioden	71	70	69	69	68	65	61	58	55	53
Sum neddiskontert kontantoverskudd	639									
Terminalverdi	926									
Verdi egenkapital	1565									

## Vedlegg 7: Beregning av verdi gjennom TK-metoden

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsresultat	195	205	215	226	237	243	249	255	262	268
- Skatt	55	57	60	63	66	68	70	71	73	75
= NOPLAT	141	148	155	163	171	175	179	184	188	193
+ Avskrivninger	127	130	134	137	140	144	147	151	155	159
- Anleggsinvesteringer	187	191	196	201	206	211	216	222	227	233
- Økning omløpsmidler	20	20	21	21	22	22	23	23	24	25
+ Økning rente fri gjeld	22	22	23	23	24	25	25	26	26	27
= Kontantoverskudd TK	83	89	95	101	107	110	113	116	119	122
Verdi av prognoseperiode	79	79	80	80	80	78	75	73	70	68
Sum neddiskontert kontantoverskudd	763									
Terminalverdi	3601									
Neddiskontert terminalverdi	1905									
Verdi total kapital	2668									
- Rentebærende gjeld	1208									
Verdi egenkapital	1460									



## Vedlegg 8: Beregning av verdi gjennom EVA-metoden

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat før rentekostnad	247	258	270	282	294	302	309	317	325	333
Skatt	69	72	76	79	82	85	87	89	91	93
WACC	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Sysseleatt kapital	2 348	2 407	2 467	2 529	2 592	2 657	2 723	2 791	2 861	2 933
WACC * sysseleatt kap.	140	143	147	151	154	158	162	166	170	175
Kontantstrøm til EVA	38	43	47	52	58	59	61	62	64	65
Verdi av prognoseperioden	36	38	40	42	43	42	40	39	38	37
Sum neddiskontert	394									
Terminalverdi	1022									
Verdi EVA	1416									

## Vedlegg 9: Beregning av verdi gjennom superprofitt-metoden

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat etter skatt	103	109	116	122	129	133	136	139	143	146
Krav til avkastning av EK	86	88	90	92	94	97	99	102	104	107
Kontantstrøm til superprofitt	18	22	26	30	35	36	37	38	39	40

Verdi av prognoseperiode	16	19	21	22	24	23	22	20	19	18
Bokført EK	1083									
Sum neddiskontert	205									
Terminalverdi	152									
Verdi superprofitt	1440									

## Vedlegg 10: Beregning av verdi gjennom NOPLAT-metoden

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	1999	2093	2210	2678	2685	2752	2821	2891	2964	3038	3114	3192	3271	3353	3437
Andre driftsinntekter	22	27	20	40											
Varekostnad og behøring	-1138	-1105	-1171	-1456	-2493	-2432	-2493	-2555	-2619	-2685	-2752	-2821	-2891	-2964	-3038
Lønnskostnader	-417	-514	-524	-647											
Andre driftskostnader	-328	-306	-357	-471											
Avskrivninger og amortisering	-75	-83	-82	-108	-124	-127	-130	-134	-137	-140	-144	-147	-151	-155	-159
Spesielle driftsposter	0	40	6	-13	-54	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Driftsresultat</b>	<b>62</b>	<b>152</b>	<b>102</b>	<b>24</b>	<b>14</b>	<b>193</b>	<b>197</b>	<b>202</b>	<b>207</b>	<b>213</b>	<b>218</b>	<b>223</b>	<b>229</b>	<b>235</b>	<b>241</b>
Driftsmargin	3,07 %	7,17 %	4,57 %	0,88 %	0,52 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %
Skatt	17	43	29	7	4	54	55	57	58	60	61	63	64	66	67
<b>NOPLAT (Driftsresultat - skatt)</b>	<b>45</b>	<b>109</b>	<b>73</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>139</b>	<b>142</b>	<b>146</b>	<b>149</b>	<b>153</b>	<b>157</b>	<b>161</b>	<b>165</b>	<b>169</b>	<b>173</b>
Verdi av prognoseperioden					1	1,06	1,12	1,19	1,26	1,34	1,42	1,50	1,59	1,68	1,78
Evig vekst	0,0 %					131	127	123	119	115	111	107	104	100	97
Sum neddiskontert kontantstrøm	1133														
Terminalverdi	2908														
Neddiskontert terminalverdi	1538														
Total kapitalverdi	2671														
- Rentebærende gjeld	1208														
Egenkapitalverdi	1463														