

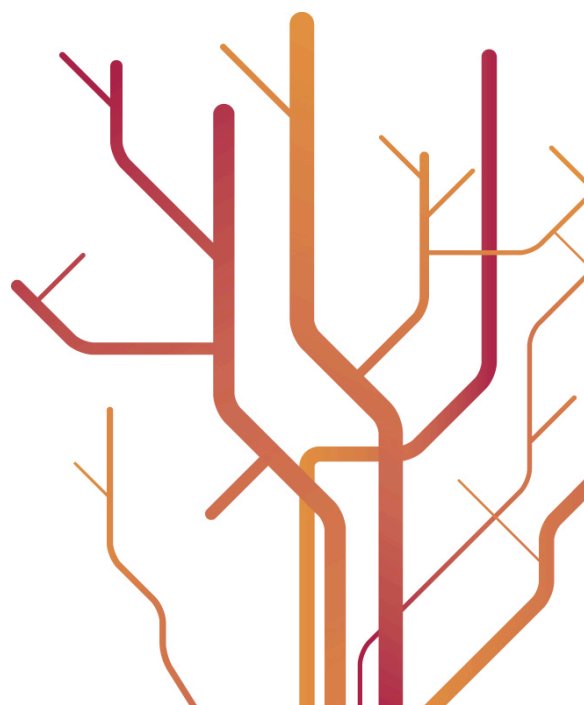
Verdivurdering av Scottish Sea Farms Limited



Henrik Melingen

Mastergradsoppgave i fiskeri og havbruksvitenskap
-studieretning bedriftsøkonomi (30 stp)

Mai 2011



Forord

Denne masteroppgaven representerer slutten på min fem år lange utdanning ved Norges Fiskerihøgskole i Tromsø. Studietiden i Tromsø har vært minnerik og jeg vil benytte denne anledningen til å takke alle studiekamerater fra Norges Fiskerihøgskole og Universitetet i Tromsø som har bidratt til å gjøre denne tiden til en fantastisk periode i mitt liv.

En stor takk rettes også til min veileder Terje Vassdal som har vært tilgjengelig og bidratt med gode innspill og tilbakemeldinger underveis i oppgaveprosessen. Jeg vil også benytte anledning til å takke de ansatte i Scottish Sea Farms som har vært behjelpelig med svar på spørsmål i hele oppgaveperioden.

Til slutt vil jeg rette en stor takk til min familie som har vært viktige støttespillere gjennom studietiden.

Tromsø, mai 2011

Henrik Melingen

Sammendrag

Laksenæringen er inne i en konsolideringsbølge der trenden er færre og større selskaper. Konsolideringen er internasjonal og skjer over landegrenser. Den totale produksjonen av atlantisk laks i Skottland har stabilisert seg etter topp året i 2003. Dette kan tyde på at myndighetene ikke deler ut mange nye lisenser for produksjon av atlantisk laks. Den raskeste måten å øke produksjonen på er dermed gjennom oppkjøp. Et nylig eksempel er selskapet Meridian Salmon Group som i februar 2011 ble opprettet som et resultat av en rekke oppkjøp av skotske lakseselskaper i løpet av 2010. Selskapet har i dag en produksjonskapasitet på 25000 tonn atlantisk laks og har på kort tid blitt en betydelig aktør i den skotske laksenæringen. En verdivurdering av lakseselskaper og i dette tilfellet Scottish Sea Farms Ltd som er en av de største produsentene av atlantisk laks i Skottland syntes derfor å være dagsaktuelt.

Selskapet som i dag er kjent som Scottish Sea Farms Ltd ble stiftet i 1973. Lerøy Seafood Group ASA og Salmar ASA kjøpte selskapet i 2001 gjennom det felles eide datterselskapet Norskott Havbruk AS. Selskapet har i dag en produksjonskapasitet på 28000 tonn sløyd vekt. Årlig normal produksjon av atlantisk laks ligger i regionen 24000 – 26000 tonn sløyd vekt.

Siden Scottish Sea Farms Ltd ikke er børsnotert og dermed ikke har en kjent markedsverdi for egenkapitalen ble oppgavens problemstilling: *Hva er den beregnede egenkapitalverdien til Scottish Sea Farms Limited per 1.1.2011?*

De kontantstrømbaserte metodene regnes ofte som de mest korrekte metodene da de baserer seg på fremtidige kontantstrømmer. For å få et så riktig estimat som mulig er det benyttet tre kontantstrømbaserte metoder for å beregne egenkapitalverdien, henholdsvis superprofittmetoden, egen- og total kapitalmetoden. Beregningene baserer seg på en 20 år lang prognoseperiode som er fundamentert i en internregnskapsanalyse av de siste seks årene. Det er mye usikkerhet tilknyttet en verdiberegning da de ofte baserer seg på en del skjønn og forutsetninger. Denne usikkerheten er avdekket i en sensitivitetsanalyse på pluss minus 5 % og 10 % nivå av sentrale variabler i beregningene og prognoseperioden.

De beregnede egenkapitalverdiene ble estimert til å være i intervallet 137 – 152 millioner £. Verdiene er sammenlignet mot børsnoterte lakseselskaper ved bruk av P/E og P/B faktorer.

Nøkkelord:

Scottish Sea Farms, havbruk, laks, verdivurdering, egenkapitalverdi

Innholdsfortegnelse

Forord	ii
Sammendrag	iv
Figuroversikt	viii
Tabelloversikt	ix
1. Innledning	1
1.1 Bakgrunn.....	1
1.2 Formål.....	2
1.3 Problemstilling.....	2
1.4 Avgrensning.....	2
1.5 Oppgavens oppbygging.....	4
2. Om næringen og selskapet	5
2.1 Oppdrettslaks.....	5
2.2 Skottland som produsent av atlantisk laks.....	7
2.2.1 Skottland i verdenssammenheng.....	7
2.2.2 Historien.....	8
2.2.3 Laksepris.....	11
2.3 Scottish Sea Farms.....	15
2.3.1 Slaktevolum.....	16
2.3.2 Historien.....	17
2.4 Langsiktige trender.....	20
3. Metode og teori	22
3.1 Undersøkelsen.....	22
3.1.1 Undersøkellesdesign.....	22
3.1.2 Casestudie.....	23
3.1.3 Kvalitativ- og kvantitativdata.....	24
3.1.4 Primær og sekundærdata.....	25
3.1.5 Validitet.....	25
3.1.6 Reliabilitet.....	26
3.1.7 Oppsummert.....	26
3.2 Regnskapsanalyse av SSF.....	27
3.2.1 Lønnsomhetsanalyse.....	27
3.2.2 Finansieringsanalyse.....	28
3.2.3 Soliditetsanalyse.....	29
3.2.4 Likviditetsanalyse.....	30
3.3 Verdsettelsesmetoder.....	31
3.3.1 Balansebaserte metoder.....	31
3.3.2 Inntjeningsbaserte metoder.....	33
3.3.3 Multiplikatormodeller.....	37
3.4 Avkastningskrav.....	39
3.4.1 Kapitalverdimodellen.....	39
3.4.2 Egenkapitalkravet.....	42
3.4.3 Totalkapitalkravet.....	43
3.5 Valg av metode for verdivurdering.....	44
4. Regnskapsanalyse	45
4.1 Lønnsomhetsanalyse.....	45
4.2 Finansieringsanalyse.....	47
4.3 Soliditetsanalyse.....	47

4.4	Likviditetssanalyse	49
4.5	Oppsummering.....	51
5.	Prognoseperiode 2011 – 2030.....	53
5.1	Inflasjon	53
5.2	Resultatregnskapet.....	54
5.2.1	Salgsinntekter	54
5.2.2	Kostnader.....	55
5.3	Balansen.....	56
5.3.1	Eiendeler	56
5.3.2	Egenkapital og gjeld.....	57
5.4	Oppsummering.....	57
6.	Beregning av verdien til Scottish Sea Farms Limited	58
6.1	Egenkapitalmetoden	58
6.1.1	Avkastningskrav til egenkapitalen	58
6.1.2	Beregnet verdi egenkapitalmetoden.....	62
6.2	Totalkapitalmetoden	62
6.2.1	Avkastningskrav til totalkapitalen - WACC	62
6.2.2	Beregning av WACC.....	64
6.2.3	Beregnet verdi totalkapitalmetoden	65
6.3	Superprofittmetoden	66
6.4	P/E-metoden.....	66
6.5	P/B metoden.....	68
6.5	Oppsummering verdier av SSF	70
7.	Sensitivitetsanalyse	72
7.1	Egenkapitalmetoden	73
7.2	Totalkapitalmetoden	74
7.3	Superprofittmetoden.....	75
7.4	Oppsummert.....	75
8.	Diskusjon og konklusjon.....	77
8.1	Diskusjon	77
8.2	Konklusjon	79
	Litteratur og elektroniske kilder	80
	Vedlegg.....	84

Figuroversikt

FIGUR 1: VERDENSPRODUKSJON AV ATLANTISK LAKS FORDELT MELLOM ULIKE NASJONER (EKSPORTUTVALGET FOR FISK, 2010)	8
FIGUR 2: ÅRLIG PRODUKSJON AV ATLANTISK LAKS I SKOTTLAND FOR PERIODEN 1989 TIL 2010 (WALKER, 2009)	9
FIGUR 3: ANTALL SELSKAP MED PRODUKSJON AV ATLANTISK LAKS I PERIODEN 1999 TIL 2009 (WALKER, 2009)	10
FIGUR 4: EKSPORTPRIS USD/KG FOR CHILE, NORGE OG UK I PERIODEN JANUAR 2002 TIL NOVEMBER 2010 (EKSPORTUTVALGET FOR FISK, 2011)	11
FIGUR 5: LAKSEPRIS TIL OPPDRETTER I NORGE FOR PERIODEN 1995 TIL UKE 14, 2011. DET ER BENYTTET GJENNOMSNIITTS UKE PRIS SOM DATAGRUNNLAG (NOS CLEARING, 2011)	12
FIGUR 6: OVERSIKT OVER REGIONENE DER SSF HAR SIN VIRKSOMHET, MATFISK LOKALITETENE ER INNDELTE I REGIONENE, MAINLAND, ORKNEY OG SHETLAND. DE RØDE SIRKLENE ER OMRÅDER HVOR DET ER FERSKVANNSVIRKSOMHET. DE GRØNNE ER OMRÅDER MED MARIN VIRKSOMHET (SCOTTISH SEA FARMS, 2011C)	15
FIGUR 7: SLAKTEVOLUM I SLØYDVEKT (GWT) TIL SSC I PERIODEN 2005 TIL 2010.	16
FIGUR 8: EIERSTRUKTUR SCOTTISH SEA FARMS LTD (SCOTTISH SEA FARMS, 2010B)	19
FIGUR 9: FORTJENESTE I % FOR PERIODEN 2005 TIL 2010.	45
FIGUR 10: TOTALKAPITALRENTABILITETEN I % FOR PERIODEN 2005 TIL 2010.	46
FIGUR 11: EGENKAPITALRENTABILITET ETTER SKATT FOR PERIODEN 2005 TIL 2010.	46
FIGUR 12: FINANSIERINGSGRAD I FOR PERIODEN 2005 TIL 2010	47
FIGUR 13: EGENKAPITALANDEL FOR PERIODEN 2005 TIL 2010.	48
FIGUR 14: GJELDSGRAD I % FOR PERIODEN 2005 TIL 2010.	48
FIGUR 15: RENTEDEKNINGSGRAD FOR PERIODEN 2005 TIL 2010.	49
FIGUR 16: KONTANTPOSISJON I % FOR SSF I PERIODEN 2005 TIL 2010.	50
FIGUR 17: LIKVIDITETSGRAD I FOR SSF I PERIODEN 2005 TIL 2010.	50
FIGUR 18: OMSETNING OG RESULTAT ETTER SKATT FOR PERIODEN 2005 TIL OG MED 2010. ALLE TALL I MILLIONER GBP.	52
FIGUR 19: ESTIMERT LAKSEPRIS I PROGNOSEPERIODEN.	55
FIGUR 20: ANTALL AKSJER OMSATT I SSC PER DAG I SELSKAPETS HISTORIE (NETFONDS, 2011)	60
FIGUR 21: STYRINGSRENTE I UK I PERIODEN 1.1.2005 TIL 31.12.2010, TALL HENTET FRA BANK OF ENGLAND. DEN BLÅ LINJEN ER DEN FAKTISK STYRINGSRENTEN. DEN RØDE LINJEN ER DEN ESTIMERTE UTLÅNSRENTEN (BANK OF ENGLAND, 2011)	63
FIGUR 22: P/E SAMMENLIGNING SSF MOT LAKSESELSKAPER NOTERT PÅ OSLO BØRS.	68
FIGUR 23: SENSITIVITETSANALYSE AV EGENKAPITALMETODEN SOM VISER PÅVIRKNING PÅ NÅVERDIEN VED ENDRING + - 5 % OG 10 % AV ULIKE PARAMETER.	73
FIGUR 24: SENSITIVITETSANALYSE AV TOTALKAPITALMETODEN SOM VISER PÅVIRKNING PÅ NÅVERDIEN VED ENDRING + - 5% OG 10 % AV ULIKE PARAMETER.	74
FIGUR 25: SENSITIVITETSANALYSE AV SUPERPROFITTMETODEN SOM VISER PÅVIRKNING PÅ NÅVERDIEN VED ENDRING + -5 % OG 10 % AV ULIKE PARAMETER	75

Tabelloversikt

TABELL 1: VALUTAKURSER SOM BRUKES TIL OMREGNING I OPPGAVEN.	3
TABELL 2: GJENNOMSNITTS LAKSEPRIS PER ÅR 2005 TIL 2010. TALLENE ER BASERT PÅ DEN GJENNOMSNITTLIGE LAKSEPRISEN PER UKE. IKKE VEID ETTER VOLUM (NOS CLEARING, 2011).	13
TABELL 3: OVERSIKT OVER MARGINER EBIT/KG FJERDE KVARTAL 2010 FOR ET UTVALG LAKSESELSKAPER. (THE SCOTTISH SALMON COMPANY, 2011) (BAKKAFROST, 2011) (MORPOL, 2011B) (LERØY SEAFOOD GROUP, 2011A) (SALMAR, 2011B) (GRIEG SEAFOOD, 2011) (CERMAQ, 2011).....	13
TABELL 4: BETAVERDIER FOR ET UTVALG LAKSESELSKAPER NOTERT PÅ OSLO BØRS OG OSLO AXESS (FINANSAVISEN, 2011). DEN GJENNOMSNITTLIGE "LAKSE-BETAEN" ER ET VEIDGJENNOMSNITT AV BETAEN TIL SELSKAPENE. SCOTTISH SALMON COMPANY SIN BETA ER IKKE INKLUDERT I DET VEIDE GJENNOMSNITTET.	60
TABELL 5: VERDI EGENKAPITALEN TIL SSF VED BRUK AV EGENKAPITALMETODEN.	62
TABELL 6: ESTIMERT GJENNOMSNITTLIG LÅNERENTE TIL SSF FOR 2005 TIL 2010.	64
TABELL 7: OVERSIKT OVER KOMPONENTER I WACC FOR ÅRENE 2011 TIL 2014.	65
TABELL 8: VERDI EGENKAPITALEN TIL SSF VED BRUK AV TOTALKAPITALMETODEN.	65
TABELL 9: NÅVERDI SUPERPROFITMETODEN.	66
TABELL 10: P/E TALL FOR ET UTVALG LAKSESELSKAPER PÅ OSLO BØRS OG OSLO AXESS. SORTERT ETTER LAVEST P/E.	67
TABELL 11: P/E TALL FOR SSF	67
TABELL 12: FORHOLDSTALL MELLOM BOKFØRT EK OG MARKEDSVERDI EK AV ET UTVALG BØRSNOTERTE LAKSESELSKAPER (HEGNAR ONLINE AS, 2011A). ALLE TALL ER OPPGITT I 000 NOK.	69
TABELL 13: P/B FAKTOR FOR SSF BASERT PÅ BOKFØRT EK 31.12.2010 OG DE BEREGNEDE EK VERDIENE. ALLE TALL ER OPPGITT I GBP	70

Forkortelser

AMA = Area Management Agreement

DKK = Dansk krone

EBITA = Resultat før fradrag for renter, skatt og amortisering

EBIT = Resultat før fradrag for renter og skatt

EK = Egenkapital

EV = Enterprise value, virksomhetsverdi

FAO = Food And Agriculture Organization

GBP = Pound sterling

GSP = Golden Sea Products

GOS = The Government Office for Science

GWT = Sløydvekt

ILA = Infeksiøs lakseanemi

LSG = Lerøy Seafood Group

LVP = Laveste verdis prinsipp

MSS = Marine Scotland Science

NOK = Norsk krone

RI = Residual Income

SSF = Scottish Sea Farms

USD = The United States Dollar

WACC = Weighted Average Cost of Capital

WFE = Rund bløgget vekt

1. Innledning

1.1 Bakgrunn

Å ikke vite hva en er verdt eller hva en bør betale for et selskap kan få langsiktige konsekvenser for ens virksomhet. I en næring som ikke ser ut til å ha stabilisert seg hva angår konsolidering så syntes en verdivurdering av en av Skottlands største produsenter av atlantisk laks å være særs dagsaktuelt.

I 1999 var det 94 selskaper som drev aktiv produksjon av atlantisk laks i Skottland. I 2009 var dette tallet redusert til 25, en reduksjon på 73,4 % over 10 år (Walker, 2009). I den samme perioden har den totale produksjonen av atlantisk laks i Skottland holdt seg stabil (Walker, 2009). Noe som tyder på dagens aktører hovedsakelig vokser ved å kjøpe opp andre selskaper.

Laksenæringen generelt har vært preget av en konsolideringsbølge de siste tjueårene, der trenden er færre og større selskaper. Selskapene er også blitt mer internasjonale da konsolideringen også skjer over landegrensene. En markant bidragsyter til denne konsolideringsbølgen var Marine Harvest ASA som i 2006 ble verdens største produsent av atlantisk laks etter en sammenslåing av de tre selskapene Pan Fish ASA, Fjord Seafood ASA og Marine Harvest N.V (Marine Harvest ASA, 2007).

Et forholdsvis nylig eksempel fra Skottland som underbygger denne trenden er det polske videreforedlingselskapet Morpol ASA. Et selskap som i utgangspunktet var et rent videreforedlingselskap gjorde en rekke oppkjøp i Skottland i løpet av 2010. I august 2010 kjøpte de Mainstream Scotland fra Cermaq ASA samt Westrey Salmon Ltd. Mainstream Scotland hadde en produksjonskapasitet på 6500 tonn. September samme år kjøpte de videreforedlingselskapet Brookside Products Ltd og Marine Farms ASA som hadde en produksjonskapasitet av skotsk oppdrettslaks på ca. 14 000 tonn i året. Denne serien av oppkjøp har gjort Morpol ASA til en betydelig aktør i den skotske laksenæringen på kun et par måneder. Den 8. Februar 2011 sendte selskapet ut børs melding til Oslo Børs som sier at de samler all oppdrettsvirksomheten sin i

Skottland under navnet Meridian Salmon Group. Meridian Salmon Group har en total produksjonskapasitet på rundt 25 000 tonn og har på kort tid blitt en markant aktør i skotsk oppdrettsnæring (Morpol ASA, 2011a).

Det er ingenting som tyder på at denne konsolideringsbølgen skal stoppe med det første. Siden toppåret i 2003 har den skotske produksjonen av atlantisk laks stagnert (Walker, 2009). Dette kan være en indikasjon på at myndighetene ikke deler ut mange nye lisenser. Den raskeste måten å øke produksjonen på er derfor å kjøpe opp eksisterende selskap.

1.2 Formål

Formålet med oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av det skotske lakseoppdrettsselskapet Scottish Sea Farms Limited.

Det tas utgangspunkt i økonomisk teori som fundament for verdisettingen av Scottish Sea Farms Ltd. Verdisetting er ingen eksakt vitenskap og det finnes mange metoder for å beregne verdien av et selskap. I denne oppgaven gjennomgås det et utvalg av disse og det benyttes metoder som er egnet i forhold til problemstillingen.

1.3 Problemstilling

Børsnoterte selskaper har en markedsverdi som endrer seg fortløpende i takt med endringer i aksjekursen. Scottish Sea Farms Ltd er ikke børsnotert og markedsverdien til selskapet dermed ikke er offentlig tilgjengelig. Valget av problemstilling blir dermed:

Hva er den beregnede egenkapitalverdien til Scottish Sea Farms Limited per 1.1.2011?

1.4 Avgrensning

Historisk data som er grunnlaget for denne verdivurderingen strekker seg fra regnskapsåret 2005 til og med 2010. Scottish Sea Farms Ltd har en rekke datterselskaper og enkelte datter-datter selskaper. På grunn av tidsmessige hensyn vil

jeg i denne verdivurderingen benytte konsernregnskapene til Scottish Sea Farms Ltd og ikke gjennomgå samtlige regnskaper til datterselskapene (Scottish Sea Farms, 2011) (Scottish Sea Farms, 2010f) (Scottish Sea Farms, 2009) (Scottish Sea Farms, 2008) (Scottish Sea Farms, 2007) (Scottish Sea Farms , 2006). Oppgaven vil i hovedsak fokusere på de økonomiske aspektene som er relevante i forhold til en verdivurdering.

Ved beregninger tilknyttet andre børsnoterte selskaper tas det utgangspunkt i markedsverdien til sammenlignbare selskaper den 17. Mars 2011. Selskapene er notert på Oslo Børs. Tall tilknyttet disse selskapene oppgis i NOK. Siden enkelte av selskapene oppgir inntekter i annen valuta enn NOK benyttes det omregningskurser som vist i tabell 1. Kursene er hentet den 17. Mars 2011 (Hegnar Online AS, 2011).

Tabell 1: Valutakurser som brukes til omregning i oppgaven.

Valuta:	Kurs:
EUR/NOK	7,93
GBP/NOK	9,13
DKK/NOK	1,0634

Det ble også benyttet omregningskurser fra NOK til USD i en sammenligning av eksportpriser for laks i kapittel 2. Historiske månedlige gjennomsnittskurser ble brukt som omregningskurser (Norges Bank, 2011).

Selv om en strategisk analyse kan benyttes i en verdsettingsoppgave er det valgt å ikke gjennomføre en egen strategisk analyse av SSF. Dette begrunnes med at undertegnede ikke har nok dybdekjenning om eierens langsiktige visjoner angående SSF og gjennomføringsevne. En strategisk analyse anses derfor å bli spekulasjoner og antagelser.

1.5 Oppgavens oppbygging

Oppgaven har en oppbygging etter IMRAD prinsippet; introduksjon, metode, resultatdel og til slutt en diskusjon og konklusjon (The University of Wisconsin, 2011).

- Kapittel 2 gir en innføring i hvordan produksjon av atlantisk laks i oppdrett foregår. En beskrivelse av Skottland sin produksjon i verdenssammenheng og til slutt en beskrivelse av SSF.
- Kapittel 3 omhandler teorien og metodene som er benyttet i oppgaven. Kapitlet starter med en beskrivelse av teorien rundt undersøkelsesprosessen i en verdsettingsoppgave. Videre blir regnskapsanalysen presentert, samt metoder for verdiberegning og avkastningskrav.
- Kapittel 4 er en internanalyse av de historiske regnskapstallene med fokus på soliditet, finansiering, lønnsomhet og likviditet.
- Kapittel 5 er beskrivelse av prognoseperioden som er benyttet i oppgaven. Samt forutsetninger som er tatt i utarbeidingen.
- Kapittel 6 er verdiberegninger av egenkapitalverdien til SSF. Det er også utført en kontroll av verdiberegningene ved multiplikatormetoden P/E mot sammenlignbare selskaper fra Oslo Børs. Kapitlet svarer med bakgrunn i overstående kapitler på oppgavens problemstilling.
- Kapittel 7 er en sensitivitetsanalyse av de tre verdsettingsmetodene som er brukt i oppgaven. Dette for å kontrollere hvor følsom verdiberegningene er for endringer av parameter.
- Kapittel 8 er en diskusjon av resultatene, som avslutningsvis leder til oppgavens konklusjon.

2. Om næringen og selskapet

Kapitlet gir en innføring i oppdrett av atlantisk laks, Skottland som produsent og en introduksjon av SSF som selskap. For å kunne gi en så god fremtidsprognose som mulig er hovedfokuset på faktorene slaktevolum, laksepriser og øvrige trender.

2.1 Oppdrettslaks

Produksjon av oppdrettslaks er kapitalintensiv. Det er mange utgifter over en lang periode før inntektene kommer. Hovedårsaken til dette er at det tar tid å produsere en slakteklar laks. Dette avsnittet gir en enkel innføring i hvordan produksjonen av oppdrettslaks foregår.

Oppdrett av laks er en prosess som foregår over flere år og i ulike faser. Det er vanlig at store aktører har eierskap gjennom hele verdikjeden, fra klekkeri til salg. Mindre aktører driver ofte kun med smoltproduksjon eller matfiskproduksjon.

Prosesen fra egg til slakteklar laks tar ca. 26 måneder. Denne prosessen inndeles ofte i seks faser. Den første fasen er eggfasen. Den starter med utvelgelse av ”mor og far” fra en merd med stamfisker på høsten. Omtrent i november til desember befruktes egg fra hunnfisken med melk fra hannen. De befruktede eggene blir så inkubert i eggskuffer på ferskvannsklekkeriet (Scottish Sea Farms, 2010e).

Den neste fasen er plommeseekkyngelfasen. Fra januar og utover våren klekkes øyeroggen og ut kommer det plommeseekkyngel. Plommesekken er festet til yngelens kropp og inneholder næringsstoffer i en overgangsfase før yngelen lærer seg å fange sin egen mat. (Havforskningsinstituttet, 2011) (Scottish Sea Farms, 2010e)

Etter plommeseekkyngelfasen kommer yngelfasen der ynglelet fraktes fra eggskuffene til ferskvannstanker der de lærer seg å spise selv. Denne fasen tar ca. 4 måneder. (Scottish Sea Farms, 2010e)

Den neste fasen er parrfasen der fisken er grønnbrunn med distinktive fingermerker på kroppen. Under de rette forholdene vil en parrsmolt vokse meget raskt. Lave temperaturer kan bremse denne utviklingen. Når parrsmolten begynner å bli

strømlinjet og sølvfarget har den nådd smoltfasen. (Marine Harvest, 2008) (Scottish Sea Farms, 2010e)

Scottish Sea Farms Limited har virksomhet i flere innsjøer og klekkerier. Ferskvanns virksomheter finnes i Loch Shin i Sutherland, Loch Damph i Kishorn, Wester-Ross og Loch Frisa og Loch Ba i Mull. (Scottish Sea Farms, 2010c)

Smolt er den unge fisken som er klar til å vandre fra ferskvann til sjøvann. Denne overgangen kan kun skje smoltvindu. Det vil si en tidsperiode der smolten er fysiologisk klar for livet i sjøen (McCormick, Hansen, Quinn, & Saunders, 1998). Denne prosessen der laksen går fra et liv i ferskvann til et liv i sjø kalles ofte for smoltifisering (Store Norske Leksikon - Abraham Hallenstvedt, 2011). Smolt som settes ut i merder i sjøen er ca. 100 gram. SSF er selvforsynt med 90 % av smolten de trenger til sin virksomhet. (Conn, Smoltsituasjonen i SSF, 2011b)

Den siste fasen er matfiskfasen. Dette er tiden laksen tilbringer i merder i sjøen før den hentes av brønnbåter og leveres til slakting. Laksen fores opp til 3-6 kg før den er leveringsklar. Perioden i sjø kan variere mye i fra utsett til utsett. Det er flere faktorer som påvirker denne prosessen. Noen faktorer er sjøtemperatur, vann kvalitet, lys og smolt kvalitet. (Havforskningsinstituttet , 2011)

Når laksen er slakteklar hentes den med brønnbåter og fraktes til lakseslakterier. Der prosesseres fisken og gjøres klar for markedet. Som tidligere nevnt eier og driver SSF to slakterier. Et på vestkysten av Skottland i Argyll og i Scalloway på Shetland (Scottish Sea Farms, 2010d).

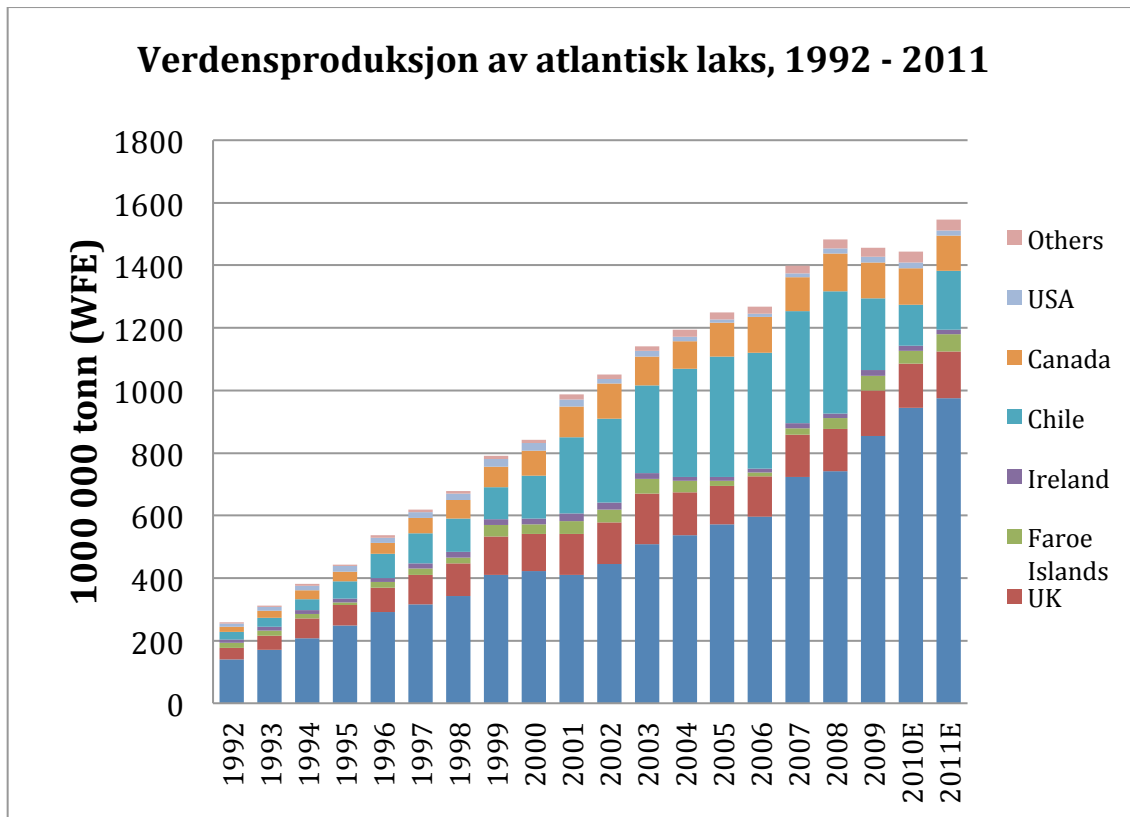
2.2 Skottland som produsent av atlantisk laks

For å få en forståelse av størrelsesforholdene i den globale produksjonen av atlantisk laks og hvor stor Skottland og SSF er i forhold til resten av verden er det innhentet data for verdensproduksjon av atlantisk laks fra Eksportutvalget for Fisk.

2.2.1 Skottland i verdenssammenheng

Laksenæringen er en syklisk næring som hovedsakelig skyldes sykliske laksepriser. Lakseprisen er påvirket av den globale produksjonen av atlantisklaks. Som vi ser av figur 1 har den globale produksjonen av oppdrettslaks steget jevnt i en 20 års periode. Nedgangen fra 2008 og frem til 2011 viser tydelig reduksjonen av produksjon fra Chile.

Frem til 2005 var Chile den raskest voksende produsenten av atlantisk laks og i år 2000 passerte de Skottland som den nest største produsenten etter Norge. I 2007 opplevde Chile et stort sykdomsutbrudd av infeksjøs lakseanemi (ILA). Smolt utsett til Chile i 2009 var spådd å være mindre enn 10 % enn hva det var i 2007. På grunn av sykdomsutbruddet var antall utsatt smolt i 2009 redusert til 10 % av det som ble satt ut i 2007. Dette har ført til lavt utbytte av slakteklar chilensklaks i 2009 til 2011. Nedgangen i produksjonen for Chile er estimert til å være ca. 700 000 tonn for perioden 2009 til 2011. Produksjonen til Chile hadde en topp i 2005 da de produserte ca. 400 000 tonn atlantisk laks. (Asche, Hansen, Tveteras, & Tveterås, 2009)



Figur 1: Verdensproduksjon av atlantisk laks fordelt mellom ulike nasjoner (Eksportutvalget for fisk, 2010).

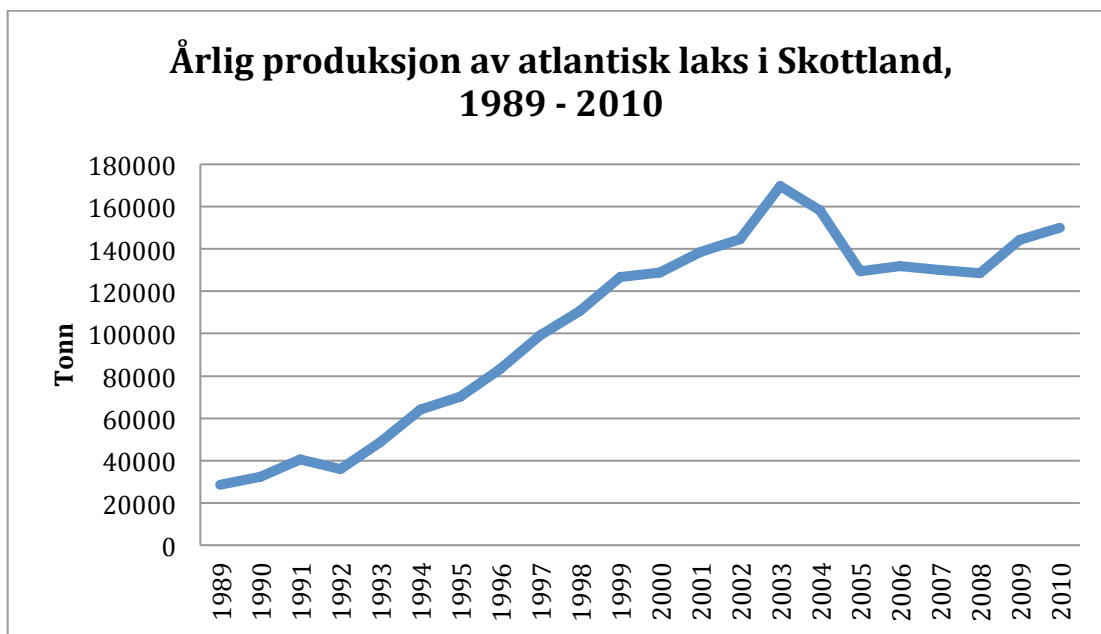
Basert på estimatene for 2011 i figur 4 så er Skottland den tredje største produsenten av atlantisk i 2011 etter Norge og Chile, og står for ca. 10 % av det totale utbyttet av atlantisk laks.

2.2.2 Historien

I 1971 ble den første skotske oppdrettslaksen slaktet. 70-årene er kjent som tiåret da mange selskaper ble opprettet, inkludert Golden Sea Products (GSP) som i dag er kjent som SSF. Svært få av selskapene var lønnsomme (Fish Farmer Magazine, 2010).

80-årene ble tiåret da skotsk lakseproduksjon virkelig vokste. Fra en produksjon av skotsk laks på 598 tonn i 1980 til 28 553 tonn i 1989. De var over 100 selskaper som produserte atlantisk laks og selskapene var spredt over 300 lokaliteter. På 90 tallet

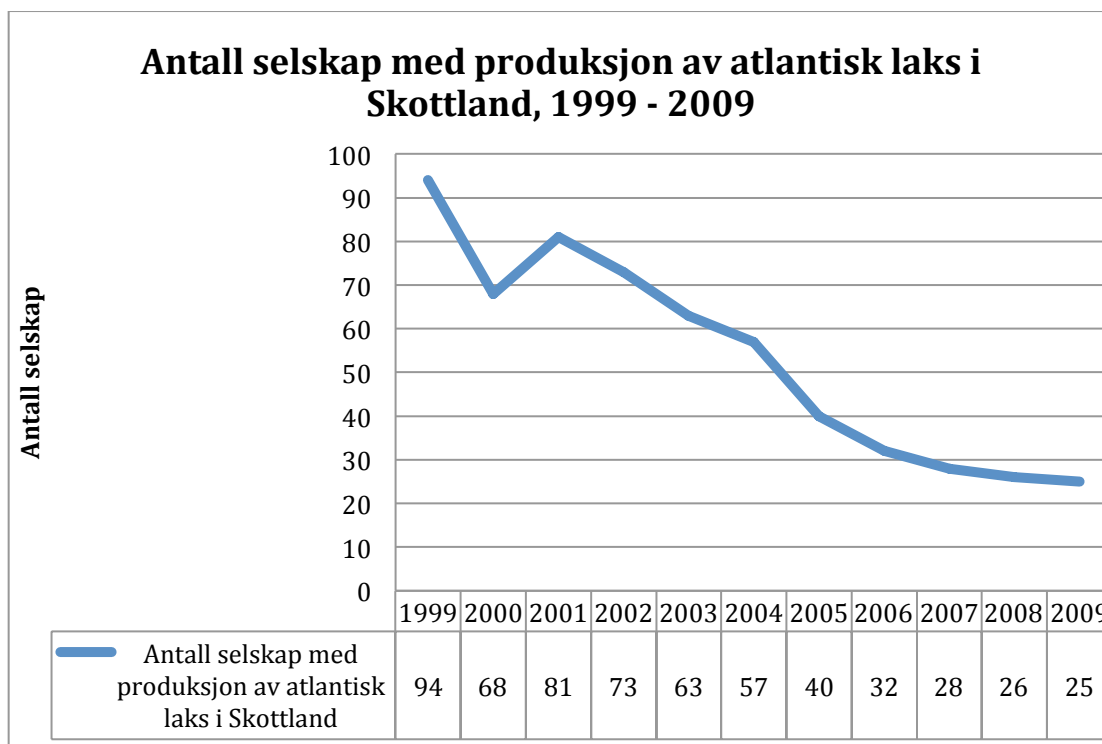
fortsatte den voldsomme veksten i produksjon. Fra 30 000 tonn per år i 1990 til 126 000 tonn i 1999 (Fish Farmer Magazine, 2010).



Figur 2: Årlig produksjon av atlantisk laks i Skottland for perioden 1989 til 2010 (Walker, 2009).

Skotsk produksjon av atlantisk laks har opplevd en forholdsvis jevn stigning fra en produksjon på 28 553 tonn i 1989 til toppåret i 2003 da Skottland produserte 169 736 tonn. Etter 2003 fikk Skottland en fem års periode der de i fire av fem år hadde negativ vekst (Walker, 2009). Dersom vi sammenligner produksjonen til UK i figur 1 og til Skottland i figur 2 ser vi at stort sett all produksjon til UK kommer fra Skottland. Videre i oppgaven settes det derfor likhetstegn mellom UK og Skottland når det kommer til slaktevolum.

Som nevnt i innledningen er antall selskaper i en nedgående trend i Skottland (Walker, 2009). *Scottish Fish Farm Survey 2009* er en rapport som utgis av Marine Scotland Science (MSS). Rapporten innehar årlige produksjons data fra autoriserte fiskeoppdretts lokaliteter (Walker, 2009).



Figur 3: Antall selskap med produksjon av atlantisk laks i perioden 1999 til 2009 (Walker, 2009).

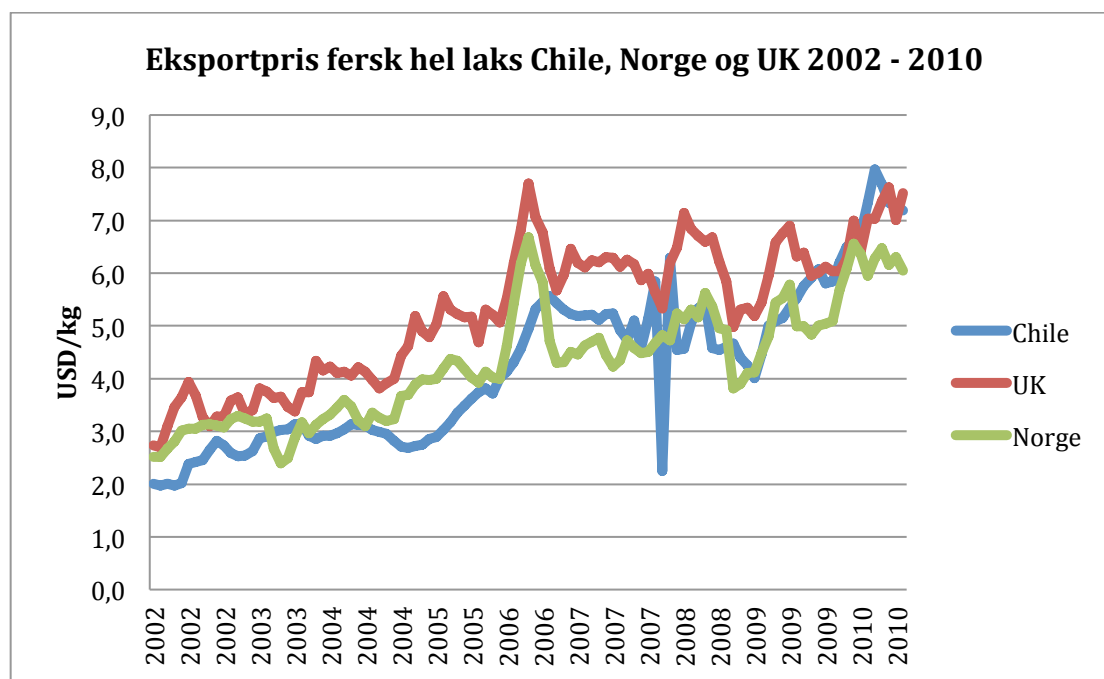
I følge rapporten *Scottish Fish Farm Survey 2009* var det i 1999 var det 264 produserende lokaliteter mot 104 i 2009. Det totale antall registrerte lokaliteter var 254, det vil si 150 som ikke var produserende i 2009 (Walker, 2009).

I 2009 var det registret 32 selskaper som hadde matfisk produksjon i Skottland. I 2009 var det kun 25 av disse som produserte laks. Disse selskapene er fordelt utover 254 lokaliteter. I 2009 var den årlige produksjonen av atlantisk laks på 144 247 tonn våt vekt. For 2010 er den estimert å bli 150 004 tonn (Walker, 2009).

For Norge som per i dag er verdens største produsent av atlantisk laks startet denne konsolideringstrenden tidlig 1990 tall. I Norge var det eierbegrensninger på konsesjoner i tiden før 1991. Disse begrensningene var restriksjoner som gikk ut på at kun en person kunne ha majoritetseierskap knyttet til en konsesjon for oppdrett av laks og måtte samtidig bo i kommunen der denne konsesjonen opererte. Begrensningene ble fjernet i 1991 og trigget en bølge av oppkjøp og fusjoner som vi enda ikke har sett slutten på (Frisvoll, 2003).

2.2.3 Laksepris

Lakseprisen er syklisk og selskapenes inntekter varierer dermed mye. Figur 4 viser hvilken eksportpris som ble oppnådd i Chile, UK og i Norge. Av figuren ser en at eksportprisen for fersk hel laks varierer litt fra land til land, men hovedsakelig trender likt for alle landene. Det er viktig å ha i mente at eksportandelen ikke er lik for alle landene og at innenlandsmarkedene også er forskjellige, slik at tallene ikke kan dirkete sammenlignes. Grafen gir uansett en indikasjon på at skotsk laks generelt oppnår en høy pris, selv om dette er for tynt grunnlag å trekke endelige konklusjoner. Eksporttall hentet fra Kontali Analyse for året 2008 viser at UK eksporterte ca. 70 000 tonn av en produksjon på 137 000 tonn (Kontali Analyse, 2009).



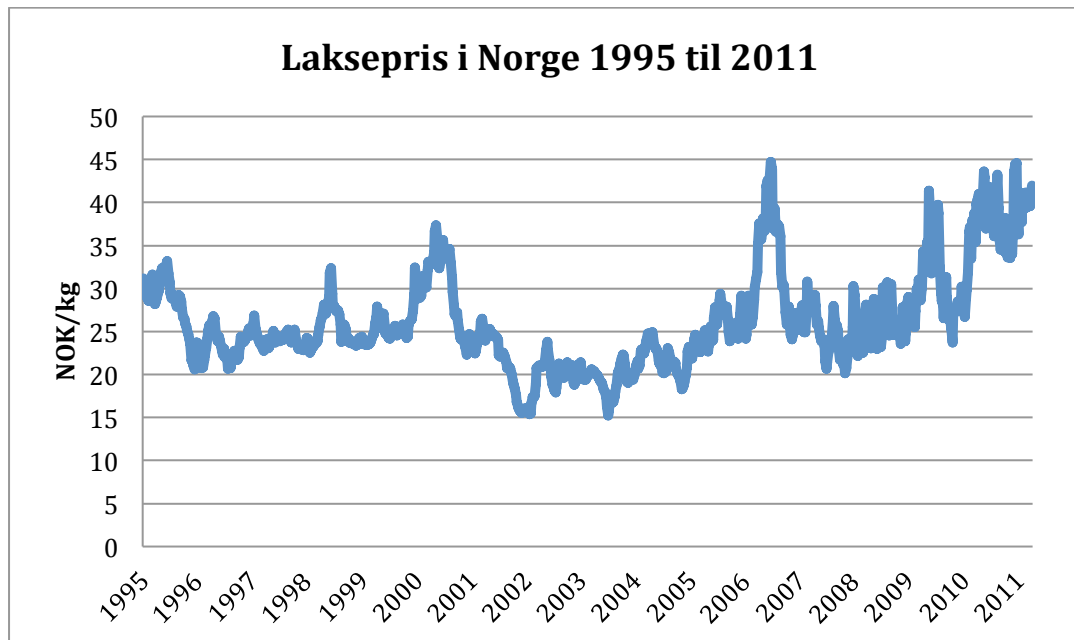
Figur 4: Eksportpris USD/kg for Chile, Norge og UK i perioden januar 2002 til november 2010 (Eksportutvalget for Fisk, 2011).

Tallene for Norge i figur 4 måtte omregnes fra NOK til USD. Som omregningskurs la jeg til grunn Norges bank sine månedlige historiske tall for USD/NOK for den gjeldende perioden (Norges Bank, 2011). Figur 4 viser også at UK omtrent gjennom hele perioden har oppnådd høyere eksportpriser for fersk hel laks enn Norge og Chile. En av årsakene til dette kan være at Norge og Chile står for en så stor del av den

globale produksjonen av atlantisk laks at de ikke har samme mulighet som Skottland til å selektere eksporten mot de best betalte markedene.

Figur 5 viser lakseprisen i Norge for perioden 1995 til 2011 (NOS Clearing, 2011). I motsetning til figur 4 som viser lakseprisen til eksportører viser figur 5 lakseprisen til oppdretter i Norge. Det er mulig den skotske lakseprisen har avviket noe, men som vi ser av figur 4 har eksportprisutviklingen vært relativt lik både i Norge og Skottland. Antar vi at marginene til eksportører ikke er så forskjellige i Norge og Skottland så tyder det på at lakseprisen per kg til oppdretter er noe høyere i Skottland enn for Chile og Norge.

Dette underbygges også av UK Sales & Commercial Manager i SSF, Rory Conn, som i mail datert 6. Mai 2011 bekrefter at lakseprisen i Skottland generelt har samme bevegelser som den norske, men også har en premium på 10-30 pence/kg i forhold til den norske prisen (Conn, Lakseprisen i Skottland, 2011c).



Figur 5: Laksepris til oppdretter i Norge for perioden 1995 til uke 14, 2011. Det er benyttet gjennomsnittets uke pris som datagrunnlag (NOS Clearing, 2011).

Det historiske datagrunnlaget som er benyttet i oppgaven strekker seg fra 2005 til og med 2010 (Scottish Sea Farms, 2011) (Scottish Sea Farms, 2010f) (Scottish Sea Farms, 2009) (Scottish Sea Farms, 2008) (Scottish Sea Farms, 2007) (Scottish Sea Farms, 2006). Tabell 2 viser den norske lakseprisen til oppdretter i denne perioden.

Tabell 2: Gjennomsnitts laksepris per år 2005 til 2010. Tallene er basert på den gjennomsnittlige lakseprisen per uke. Ikke veid etter volum (NOS Clearing, 2011).

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Gjennomsnittlig laksepris kr/kg	25,3	32,1	25,0	25,7	30,6	37,4

For å undersøke lønnsomheten til de skotske produsentene tas det utgangspunkt i oppgitte EBIT/kg marginer for fjerde kvartal for et utvalg lakseselskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess, illustrert i tabell 3. Tallene for Norskott Havbruk (SSF) er hentet fra Salmar sin fjerde Kvartal rapport 2010 (Salmar, 2011b).

Tabell 3: Oversikt over marginer EBIT/kg fjerde kvartal 2010 for et utvalg lakseselskaper. (The Scottish Salmon Company, 2011) (Bakkafrost, 2011) (Mropol, 2011b) (Lerøy Seafood Group, 2011a) (Salmar, 2011b) (Grieg Seafood, 2011) (Cermaq, 2011)

Selskap:	EBIT/Kg
Mropol	8,72
Scottish Salmon Company	8,99
Norskott Havbruk (SSF)	10,13
Grieg Shetland	11,03
Bakkafrost	14,79
Cermaq Norway	14,90
Lerøy Seafood Group	15,10
Salmar	15,35

Når vi ser på marginene til selskapene i tabell 3 så ser vi at de skotske selskapene ligger ca. 4-6 kr/kg lavere enn sine norske og færøyske konkurrenter. Dette kan tyde på at produksjonskostnadene er noe høyere i Skottland enn i Norge og Færøyene. Dette underbygges av figur 4 som tyder på at skotske oppdrettere ikke oppnår lavere pris per kg enn sin norske konkurrenter. Noe som igjen kan tyde på høyere produksjonskostnader. Lønnsomheten til selskapene tar utgangspunkt i fjerde kvartal 2010. Det er dermed vanskelig å trekke noen endelig konklusjon angående lønnsomhet på så lite grunnlag. Dette er heller ikke formålet med denne oppgaven, men det gir oss en hvis indikasjon.

2.3 Scottish Sea Farms

SSF er en av de største produsentene av atlantisk laks i Skottland. Selskapet driver virksomhet på vestkysten av Skottland, Shetland og Orknøyene (Lerøy Seafood Group, 2010).

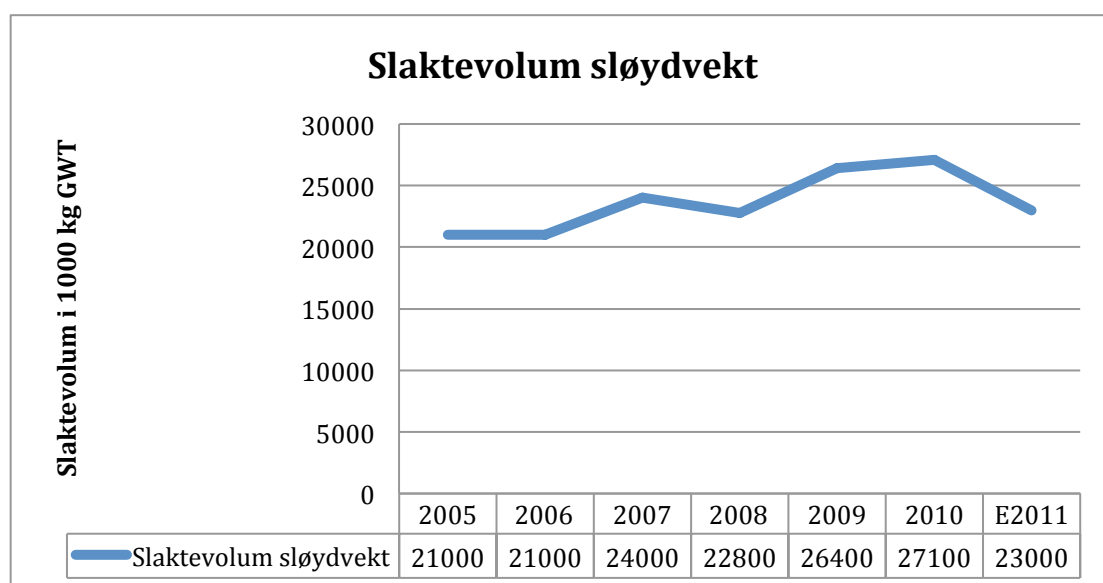


Figur 6: Oversikt over regionene der SSF har sin virksomhet, matfisk lokalitetene er inndelt i regionene, Mainland, Orkney og Shetland. De røde sirklene er områder hvor det er ferskvannsvirksomhet. De grønne er områder med marin virksomhet (Scottish Sea Farms, 2011c).

2.3.1 Slaktevolum

Årlig normal produksjon til SSF ligger i området 24 000 til 26 000 tonn sløyd vekt atlantisk laks. Produksjonen for 2011 forventes å være noe lavere, men er ventet å være tilbake til normalen i 2012 (Conn, Smoltsituasjonen i SSF, 2011b).

I følge årsrapporten til Lerøy Seafood Group ASA, heretter LSG, så har SSF en produksjonskapasitet på 28 000 tonn sløyd vekt atlantisk laks (Lerøy Seafood Group, 2010). SSF eier også 2 landanlegg for prosessering av laks, henholdsvis Scalloway på Shetland og Sør Shian på Argyll, begge med en produksjons kapasitet på 120 tonn per dag (Scottish Sea Farms, 2010a).



Figur 7: Slaktevolum i sløydvekt (GWT) til SSC i perioden 2005 til 2010.

Tallet for 2011 er et estimat hentet i fra Salmar sin fjerdekvartalsrapport (Salmar, 2011b). De øvrige tallene er hentet fra årsrapportene til LSG og Salmar (Lerøy Seafood Group, 2010) (Lerøy Seafood Group, 2009) (Lerøy Seafood Group, 2008) (Lerøy Seafood Group, 2007) (Lerøy Seafood Group, 2006).

Nedgangen i slaktevolum i 2011 skyldes hovedsakelig innføringen av Area Managment Agreement (AMA) i Scalloway regionen på Shetland. AMA ble innført i denne regionen som en reaksjon på et ILA utbrudd i 2009 (Conn, Produksjonsvolum til SSF, 2011a). AMA inneholder en rekke kriterier som skal følges for hver region. Av kriterier er blant annet felles brakklegging, en periode der det ikke er fisk i

merdene. Dette kan føre til at produksjonen i enkelte perioder kan gå ned dersom mange av lokalitetene til et selskap er samlet i en AMA region. Andre kriterier er at det kun skal produseres fisk av samme generasjon i hver AMA region. Målet med innføringen av AMA er å forbedre helsesituasjon og beskytte miljøet (The Fish Site, 2009).

2.3.2 Historien

Historien til det som i dag heter Scottish Sea Farms Ltd startet allerede for 38 år siden.

1973

- Fitch Lovell Ltd oppretter Golden Sea Products (GSP) som kjøper et østers klekkeri i Sør Shian.

1975

- Den første GSP laksen slaktes.

1983

- GSP selges til norske Hydro Seafood.

1985

- GSP produserer 1000 tonn laks.

1989

- GSP produserer 6000 tonn laks.

1993

- GSP gjør sitt første oppkjøp på Shetland.

1994

- GSP produserer 10000 tonn laks.

1995

- GSP flytter hovedkontoret sitt til Stirling i Skottland.

1996

- GSP kjøper Shetland Salmon Producers.

2000

- Nederlandske Nutreco kjøper Hydro Seafood, men på grunn av konkurransemessige hensyn forbyr det britiske handels og

næringsdepartement overføring av Hydro Seafood sin skotske virksomhet (GSP) til Nutreco. (Nutreco, 2000)

2001

- Lerøy Seafood Group (LSG) og Salmar ASA kjøper GSP fra Hydro gjennom selskapet Norskott Havbruk AS som eies 50/50 av LSG og Salmar. Selskapet omdøpes til Scottish Sea Farms Limited. (Hydro, 2001)

2003

- SSF kjøper KLD sitt smoltanlegg på Shetland samt prosess anlegg i Scalloway.

2007

- SSF kjøper MJM Salmon på Shetland og Orkney Sea Farms.

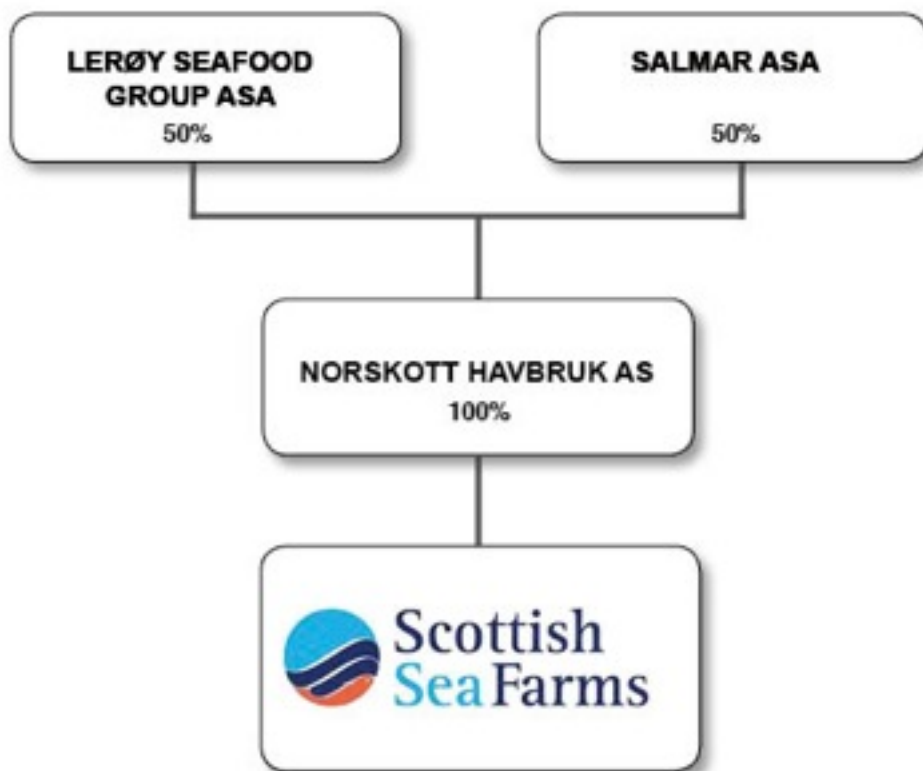
2008

- SSF kjøper lokaliteter av No Catch Ltd på Shetland.
- SSF kjøper selskapet Dury Salmon på Shetland.

2009

- SSF kjøper selskapet Loch Eriboll.

(Scottish Sea Farms, 2010b)



Figur 8: Eierstruktur Scottish Sea Farms Ltd (Scottish Sea Farms, 2010b).

SSF er i dag 100 % eid av Norskott Havbruk AS. I årsrapporten til LSG for 2009 står det (Lerøy Seafood Group, 2010, s. 25):

” Norskott Havbruk AS ble etablert i 2001 med eneste formål å kjøpe firmaet som i dag har navnet Scottish Sea Farms Ltd.”

(Lerøy Seafood Group, 2010, s. 25)

Norskott Havbruk AS eies 50/50 av de børsnoterte lakseselskapene Lerøy Seafood Group ASA og Salmar ASA. Styret i SSF består av representanter fra begge morsselskapene i tillegg til representanter fra SSF. Per 31/12 2010 er styret besatt av Leif Inge Nordhammer, Gustav Witzoe, Jim F. Gallagher, John Rea, Helge Singelstad og Henning Beltestad (Scottish Sea Farms, 2011).

LSG er den nest største produsenten av laks i Norge. I 2010 slaktet de 116 800 tonn sløyd vekt atlantisk laks og guider et slaktevolum på 144 000 tonn for 2011 (Lerøy Seafood Group, 2011b). Selskapets historie strekker seg helt tilbake til slutten av 1800

tallet da Ole Mikkel Lerøen solgte levende fisk på fisketorget i Bergen. LSG er i dag et multinasjonalt konsern med virksomhet over hele verden. Styrerepresentanter i SSF er styreleder i LSG Helge Singelstad og konsernleder Henning Beltestad (Lerøy Seafood Group, 2011b).

Salmar er også en av de største produsentene av atlantisk laks i Norge. I følge tall hentet fra fjerdekvartalsrapporten 2010 til Salmar så slaktet selskapet ca. 78 500 tonn sløydvekt laks i 2010. I 2011 er guidet slaktevolum 103 500 tonn sløydvekt laks (Salmar, 2011b). Salmar har hovedproduksjonen sin i Midt- og Nord-Norge. Hovedeier i Salmar ASA gjennom Kverva AS er Gustav Witzøe som også sitter i styret til SSF sammen med konsernsjef Leif Inge Nordhammer (Salmar, 2011a).

2.4 Langsiktige trender

I tillegg til konsolideringstrenden er det andre mer generelle trender som kan si noe om de fremtidige inntektene til en matvareprodusent som SSF. The Government Office for Science(GOS) i London har nylig gjennomført et prosjekt der målet var å avdekke den globale matsituasjonen frem til 2050. En av konklusjonene deres er at matprodusenter vil oppleve en sterk etterspørsel økning over de neste 40 årene. Hovedgrunnen til dette er at vi blir flere mennesker på jorden. GOS estimerer at vi vil være ca. 8 milliarder mennesker i 2030 og 9 milliarder i 2050. Samtidig vil mest sannsynlig flere mennesker bli mer kjøpesterke (Foresight, 2011).

De forente nasjoners (FN) matvareorganisasjon Food and Agriculture Organization (FAO) publiserte i 2006 en rapport om akvakultur som støtter denne konklusjonen. FAO sin rapport tar opp verdens matvarebehov i kontekst med global akvakultur. I følge FAO øker etterspørselen etter sjømat verden over. Villfanget fisk fra fiskeriene har stort sett nådd sitt maksimale potensiale. Den økende etterspørselen etter sjømat vil derfor ikke kunne dekkes av fiskerier alene. FAO mener at sjømat fra akvakultur har et betydelig potensial for å kunne dekke denne etterspørselen (Rana, 2007).

Etterspørselen etter atlantisk laks i verden har vokst med ca. 11 % de siste 10 årene. Økningen har vært større enn den prosentvise økning i tilbud noe som forklarer de sterke lakseprisene de siste årene. En av forklaringen til den sterke etterspørselen er

nye markeder som for eksempel Brasil. En annen forklaring kan være at laks nå i større grad selges i flere produktformer enn tidligere (Asche, Frank, 2011).

Det er alltid vanskelig å si noe sikkert om fremtiden, men mye tyder på at vi blir flere mennesker på jorden og at en større andel av menneskeheten vil bli mer kjøpsterke.

3. Metode og teori

En verdivurdering kan gjennomføres ved bruk av flere metoder. I dette kapitlet gjennomgås flere metoder som kan benyttes til verdivurdering av selskaper. Den første delen av kapitlet er viet til hvordan undersøkelsen i oppgaven er gjennomført og hva som kjennetegner en verdsettings oppgave.

3.1 Undersøkelsen

Det skilles mellom tre hovedtyper hensikter bak en undersøkelse. En beskrivende hensikt, som ønsker å finne ut mer om et fenomen. En forklarende hensikt, som ønsker å forklare noe, og en prediksjon, som har til hensikt å predikere om fremtiden. (Jacobsen, 2005)

Som oftest er det elementer av alle tre hensiktene i en undersøkelse (Jacobsen, 2005). Det er nok tilfelle i denne oppgaven også, men kanskje med en størst andel beskrivende hensikt.

3.1.1 Undersøkelsesdesign

Valget av type problemstilling legger føringer på en oppgaves undersøkelsesdesign. En beskrivende problemstilling som omhandler få enheter, i dette tilfellet et spesifikt selskap, leder oppgaven i retning av et intensivt undersøkelsesdesign (Jacobsen, 2005).

En beskrivende problemstilling er ofte avgrenset i tid. Det vil si at den sier noe på et gitt tidspunkt. En verdsettelsesoppgave er beskrivende og tar utgangspunkt i et gitt tidspunkt (Jacobsen, 2005). Som problemstillingen beskriver så er det egenkapitalverdien til SSF per 1.1. 2011 som beregnes. Der regnskap for perioden 2005 til og med 2010 er grunnlaget for de historiske data og tiden etter 2010 beskrives ved en fremtidig prognose.

Undersøkelsesdesignet i oppgaven er intensivt, det vil si at oppgaven går i dybden på få enheter. Det undersøkes mange variabler rundt en enhet. Enheten eller caset i denne oppgaven er SSF. Motsetningen til et intensivt design er ekstensive design, som

kjennetegnes ved å ha mange enheter og ofte færre variabler. Et ekstensivt undersøkelsesdesign er ofte mer generaliserbart enn et intensivt siden flere enheter undersøkes (Jacobsen, 2005). Det er derfor tvilsomt om en verdsettelse av SSF er generaliserbart, noe som heller ikke er oppgavens intensjon.

Fordelen med et intensivt undersøkelsesopplegg er at det får frem relevante data. Den informasjonen man finner fjernes ikke fra sin kontekst. Dette gjør at intensive undersøkelses opplegg ofte har høy intern gyldighet. Ulempen er som tidligere nevnt at det er vanskelig å generalisere (Jacobsen, 2005). Hvorvidt man kan generalisere eller ikke er derimot drøftet i (Jacobsen, 2005, ss. 98-99) der det hevdes at man må skille mellom to typer generalisering, teoretisk og statistisk. En intensiv undersøkelse vil muligens ha høyere sannsynlighet for å kunne generalisere fra empiri til teori enn det ekstensive undersøkelser har. Gyldigheten til denne teorien er derimot usikker. Samtidig vil ekstensive undersøkelser ha bedre forutsetninger for å generalisere statistisk, fra utvalg til populasjon (Jacobsen, 2005).

3.1.2 Casestudie

Intensive undersøkelsesdesign deles ofte inn i to underkategorier, Case- studier og N-studier. Skille mellom Case- og N-studier er ofte flytende. Følgende tommelfingerregel brukes for å skille mellom de to intensive designene (Jacobsen, 2005):

”Når vi ønsker å beskrive et spesielt sted eller en spesiell situasjon, vil ofte case studier være best egnet. Hvis vi derimot ønsker en rik beskrivelse av et spesielt fenomen, bør vi velge små N-studier.”

(Jacobsen, 2005, s. 93)

Det er ofte avgrensingen i tid og rom som skiller case- fra N-studier (Jacobsen, 2005). I casestudier fokuseres det på en spesiell enhet. N – studier har ofte ikke begrensinger i tid og rom når de beskriver et fenomen. Casestudier egner seg i tilfeller der det ønskes en dypere forståelse av et fenomen eller ønsker å beskrive en spesiell enhet (Jacobsen, 2005). Basert på denne informasjonen tolkes undersøkelsen av egenkapitalverdien til SSF som en casestudie.

De skiller mellom fem ulike typer casestudier, beskrivende-, illustrerende-, eksperimentelle-, utforskende- og forklarende- casestudier. Skillet mellom de ulike typene casestudier er ikke alltid like tydelig (Ryan, Scapens, & Theobald, 2002).

Undersøkerens rolle i casestudier deles også inn fem kategorier. Der undersøkeren kan tilegne seg følgende roller: outsider, besøkende, tilrettelegger, deltaker og skuespiller. Min rolle som undersøker er en kombinasjon av de to førstnevnte rollene, outsider og besøkende. En outsider undersøker caset fra avstand og må stole på den dataen som er tilgjengelig. En besøkende er nok den mest vanlige rollen innen casestudier. Her besøker undersøkeren caset og intervjuer tilknyttede personer (Ryan, Scapens, & Theobald, 2002).

Svakheter forbundet med casestudier er problemer tilknyttet avgrensninger i caset. Hvor mye skal inkluderes i caset? En avgrensning gjort i denne oppgaven er å sette en grense ved konsernregnskapet og ikke studere samtlige datterselskapers regnskap. En annen utfordring med casestudier er den etiske problemstillingen knyttet til forholdet mellom undersøker og subjekter tilknyttet caset. En problemstilling her er om subjekter ville delt mer informasjon dersom den informasjonen de oppgav ble behandlet konfidensielt (Ryan, Scapens, & Theobald, 2002). Denne oppgaven baserer seg hovedsakelig på historiske regnskapstall, mangelen på informasjon på grunn av konfidensialitet er derfor ikke en aktuell problemstilling i denne oppgaven.

3.1.3 Kvalitativ- og kvantitativdata

Når undersøkelsesdesignet er fastsatt kommer spørsmålet om hvilke type data en skal innhente. Det skiller ofte mellom kvalitativ og kvantitativ data. Kvantitativ data er empiri i form av tall, enten naturlige tallstørrelser eller symbol for ord. Kvalitativ data er empiri i form av ord som formidler mening (Jacobsen, 2005).

I oppgaven er det brukt både kvantitative og kvalitative data. Eksempel på kvantitative data som er brukt er regnskaper, årsrapporter og børsinformasjon om lignende selskaper. Kvalitative data som er brukt er for eksempel tekster, nettsider og spørsmål til ansatte i SSF via mail. (Jacobsen, 2005)

3.1.4 Primær og sekundærdata

I tillegg til kvalitativ og kvantitativ inndeling data så deles ofte innhentet data inn i to kategorier, primær og sekundærdata. Primærdata er data innhentet av forskeren selv med den hensikt å svare på problemstillingen. Sekundærdata er data innhentet av andre enn forskeren ofte med et annet formål enn den problemstillingen forskeren har (Jacobsen, 2005).

I denne oppgaven er det hovedsakelig brukt sekundærdata. Årsrapporter og regnskaper er eksempel på kvantitativ sekundærdata. Tekster, nettsider og lignende er eksempel på kvalitativ sekundærdata som er benyttet i oppgaven.

Fordelen med å bruke sekundærdata er at det er tidsbesparende og relativt lett tilgjengelig. Ulempen er at når en bruker sekundærdata så vet vi ikke hvilke data forskeren har utelatt. I tillegg må det hele tiden vurderes hvilken kompetanse forfatteren har om temaet. Hvor stor troverdighet har de ulike kildene (Jacobsen, 2005)? Dette er aspekter som kontinuerlig er vurdert i utarbeidingen av masteroppgaven.

Informasjon om næringen ble fortløpende avsjekket med personer tilhørende havbruksnæringen. Det var ikke et strukturert eller systematisk intervjuopplegg, men samtaler om næringen historisk og politisk, og blir for ordensskyld her nevnt.

3.1.5 Validitet

Når det gjennomføres en undersøkelse er det viktig at dataen som innhentes og konklusjonene som trekkes er gyldige. Validitet deles ofte i inn i kategoriene, intern-, ekstern- og begrepsvaliditet (Jacobsen, 2005).

Internvaliditet sier noe om hvorvidt vi har dekning for de konklusjonene vi trekker. Dette gjelder spesielt for undersøkelser som har en kausal problemstilling. For eksempel i hvilken grad kan vi si at A er et resultat av B, eller er det egentlig B som er et resultat av A? (Jacobsen, 2005) Dette er som nevnt mest aktuelt i oppgaver med kausale problemstillinger, men det er også elementer av denne problemstillingen i en

verdivurderingsoppgave. Et eksempel fra denne oppgaven er forholdet mellom lakseprisen og selskapets inntekter og resultat. Er resultatet en direkte konsekvens av lakseprisen eller er det andre faktorer som har påvirket?

Eksternvaliditet sier noe om i hvilken grad de resultatene som er funnet kan overføres til andre sammenhenger (Jacobsen, 2005). Det vil si om resultatene er generaliserbare. Verdien som finnes for SSF er ikke generaliserbar til andre selskaper. Dette fordi selve verdiberegningen tar utgangspunkt i regnskapene til SSF, noe som neppe er likt for andre selskaper. Selve metodikken og fremgangsmåten derimot vil kunne benyttes i en verdivurdering av andre lignende selskaper.

Begrepsvaliditet sier noe om vi faktisk måler det vi tror vi måler (Jacobsen, 2005). Dette er mest aktuelt dersom det gjennomføres en spørreundersøkelse der eksempelvis begrep kan tolkes på flere måter. Innen økonomisk teori er ofte de fleste begreper fastsatt og har en definisjon. Resultatene jeg kommer frem til i denne oppgaven er i stor grad basert på økonomisk teori, og begreper som i liten grad kan tolkes ulikt.

3.1.6 Reliabilitet

Undersøkelsen som er gjennomført må være til å stole på, og må være gjennomført på en troverdig måte. Kort sagt handler reliabilitet om at dersom den samme undersøkelse hadde blitt gjennomført på nytt så skulle en få samme resultat (Jacobsen, 2005). Det er derfor viktig at data blir notert og analysert på en korrekt måte.

3.1.7 Oppsummert

Oppgaven har en beskrivende problemstilling som legger føringer mot et intensivt undersøkelsesdesign. Det undersøkes få enheter avgrenset i tid, slik at undersøkelsen kan defineres om en casestudie.

Resultatet som fremkommer i undersøkelsen er ikke generaliserbare. Da undersøkelsen er utført på SSF spesifikt på et bestemt tidspunkt. Metodene benyttet frem til verdien av SSF er generaliserbare da disse vil kunne benyttes i et ekstensivt undersøkelsesopplegg.

For at oppgaven skal ha en så god total validitet som mulig har gjennomføringen vært preget av et bevisst forhold til validitet og reliabilitet gjennom hele oppgaveprosessen (Jacobsen, 2005).

3.2 Regnskapsanalyse av SSF

Ingen vet hva fremtiden bringer, men for å best mulig kunne spå om fremtiden er det viktig å kjenne til historien. En regnskapsanalyse av de historiske regnskapstallene til SSF gir et godt fundament for å kunne predikere om fremtiden til SSF.

Regnskapsanalysen er inndelt i fire kategorier. En lønnsomhetsanalyse som sier noe om hvor lønnsomt SSF har vært i perioden. En finansieringsanalyse som viser hvordan eiendeler er finansiert. En soliditetsanalyse som indikerer hvor godt rustet SSF er til å tåle tap og til slutt en likviditetsanalyse som viser betalingsevnen til SSF (Kristoffersen, 2008). Samtlige nøkkeltall som omtales i regnskapsanalysen vil bli beregnet.

Nytteverdien til nøkkeltallene i forhold til verdiberegningen varierer. Nøkkeltallene for å beskrive selskapets likviditet vil for eksempel ikke benyttes direkte i verdiberegningene, men er med i oppgaven for å kunne gi et helhetlig bilde av den finansielle situasjonen til SSF. Dette gjelder også til en viss grad for nøkkeltallene i soliditetanalysen som baserer seg på bokførte verdier (Kristoffersen, 2008).

3.2.1 Lønnsomhetsanalyse

Fortjeneste i prosent sier noe om hvor mye bedriften sitter igjen med av salgsinntektene. Man kan bruke både resultat før og etter skatt (Kristoffersen, 2008). I denne lønnsomhetsanalysen brukes resultat etter skatt (Kristoffersen, 2008, s. 410):

$$Fortjeneste \ i \ \% = \frac{Resultat \ * \ 100 \ \%}{Driftsinntekter}$$

Et annet lønnsomhetsmål er total kapitalrentabilitet. Total kapitalrentabiliteten viser bedriftens avkastning på den totale kapitalen som er tilknyttet bedriften (Eklund & Knutsen, 2003, s. 152):

$$\text{Total kapitalrentabiliteten} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Rentekostnader}) * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}}$$

Egen kapitalrentabilitet viser avkastningen på eiernes investeringer i selskapet. En eier ønsker ofte å finne ut hvor mye av resultatet som tilfaller egen kapitalen, her er egen kapitalrentabiliteten et nyttig nøkkeltall (Kristoffersen, 2008). Det benyttes bokført egen kapital i beregningene slik at nøkkeltallet ikke nødvendigvis reflekterer lønnsomheten dersom en har kjøpt seg inn til markedspris som er høyere enn bokført egen kapital (Eklund & Knutsen, 2003, s. 153):

$$\text{Egen kapitalrentabiliteten} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig egen kapital}}$$

3.2.2 Finansieringsanalyse

I finansieringsanalysen ser vi på sammensetningen av SSF sine eiendeler og hvordan de er finansiert. Sentrale nøkkeltall som undersøkes her er finansieringsgrad 1 og arbeidskapital. Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor andel av anleggsmidlene som er finansiert av langsiktig kapital. Langsiktig kapital er definert som egen kapital og langsiktig gjeld. Arbeidskapital er uttrykt som omløpsmidler fratrukket kortsiktig gjeld. Som en tommelfingerregel bør arbeidskapitalen være positiv og finansieringsgraden være mindre enn 1 (Kristoffersen, 2008, s. 420):

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

3.2.3 Soliditetsanalyse

Soliditeten sier noe om finansieringen og hvor godt en bedrift tåler et tap. I denne analysen av soliditeten skal jeg undersøke tre sentrale nøkkeltall knyttet til soliditet, nemlig egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad (Kristoffersen, 2008).

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

Egenkapitalandelen viser hvor stor prosent av eiendelene som er finansiert med egne midler. Dess høyere egenkapitalandelen er dess mer solid finansiert er foretaket. En høy egenkapitalandel vil som oftest gjøre det enklere for foretaket å inngå gunstige finansieringsløsninger (Kristoffersen, 2008, s. 424).

Det finnes ingen fasit på hvor stor egenkapitalen bør være, men jamført den norske aksjeloven § 8-1, 2. ledd får vi en hvis indikasjon (Lovdata, 2011).

”Selskapet kan ikke utdele utbytte dersom egenkapitalen etter balansen er mindre enn ti prosent av balansesummen, uten å følge en fremgangsmåte som fastsatt i §§ 12-4 og 12-6 for nedsetting av aksjekapitalen.”

(Lovdata, 2011)

Gjeldsgraden er det andre nøkkeltallet under soliditet som jeg har valgt å undersøke. Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående, og kapital som er finansiert av eierne. Jo lavere dette forholdstallet er dess høyere andel er finansiert av eierne (Kristoffersen, 2008, s. 424):

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld} * 100 \%}{\text{Egenkapital}}$$

Egenkapitalandelen og gjeldsgrad utvikler seg motsatt. En lav gjeldsgrad gir en høy egenkapitalandel og omvendt (Kristoffersen, 2008).

Det siste nøkkeltallet som inngår i soliditetanalysen er rentedekningsgrad. Rentedekningsgraden angir i hvilken grad selskapet er stand til å betale rentekostnadene sine (Kristoffersen, 2008, s. 426):

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt + rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

3.2.4 Likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen ser vi på SSF sin betalingsevne. Nøkkeltall som undersøkes er kontantposisjon og likviditetsgrad 1.

$$\text{Kontantposisjon} = \frac{\text{Kontantbeholdning}}{\text{Salgsinntekter}}$$

Forholdstallet til kontantposisjonen gir uttrykk for hvor stor likviditetsreserven til SSF er. Tallet sier derimot ingenting om størrelsen på selskap (Kristoffersen, 2008, s. 428).

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

Likviditetsgrad 1 sier noe om den kortsiktige betalingsevnen. Det hevdes i enkelte lærebøker at likviditetsgrad 1 bør være over 2 (Eklund & Knutsen, 2003, s. 185).

3.3 Verdssettingsmetoder

Det finnes mange fremgangsmåter for å verdsette et selskap. Metodene deles i hovedsak inn i to kategorier, de balansebaserte metodene og de inntjeningsbaserte metodene (Boye & Dahl, 1997). Kapittelet inneholder beskrivelser av metoder innenfor hver kategori.

3.3.1 Balansebaserte metoder

Matematisk verdi

Matematisk verdi tar utgangspunkt i selskapets bokførte egenkapital. Det trekkes fra utsatt skatt på netto positive midlertidige forskjeller. De bokførte verdiene blir vurdert etter aksjeloven og regnskapslovens vurderingsregler. Siden metoden baserer seg på aksjeloven og regnskapslovens vurderingsregler så kan det oppstå tilfeller der egenkapitalen blir undervurdert siden laveste verdis prinsipp (LVP) og forsiktighetsprinsippet er sentrale i aksjeloven og vurderingsreglene (Boye & Dahl, 1997).

I oppdrettsselskaper kan dette være et problem da selskaper eier konsesjoner for produksjon av laks- og ørret. En slik konsesjon kan variere betydelig i pris fra et år til et annet. Et eksempel er siste tildeling av nye konsesjoner i Norge der staten delte ut konsesjoner til en kostpris på 8 millioner NOK (Finansdepartementet, 2009). Den reelle verdien på disse konsesjonene er muligens over 50 mill NOK i dag dersom en tar utgangspunkt i transaksjonsprisene på selskaper som er kjøpt i 2010 og 2011. Det kan da være misvisende å bokføre disse konsesjonene til LVP og 8 mill NOK, dersom en ønsker å finne den reelle verdien til egenkapitalen. Et eksempel som illustrerer dette er Morpol ASA sitt kjøp av Jøkelfjord Laks AS som ble solgt for 490 mill NOK i januar 2011. Jøkelfjord Laks AS eier syv konsesjoner for produksjon av laks og ørret. De har også en undervisningskonsesjon, to konsesjoner for oppdrett av smolt og eget slakteri og pakkeri (Morpol, 2011). Et oppkjøp som av enkelte ikke ble betraktet som billig (Hegnar Online AS, 2011b).

Substansverdi

Substansverdien av egenkapitalen tar i motsetning til matematisk verdi utgangspunkt i markedsverdier. Nærmere bestemt eiendelene fratrukket gjeld, inklusivt latent skatt når det er relevant. Virksomhetens siste tilgjengelige balanse legges til grunn for verdsettelsen. Balansen må korrigeres for eventuelle mer- og mindreverdier i eiendelene og gjeld. Substansverdimetoden forutsetter at selskapet skal fortsette å drive virksomheten (Boye & Dahl, 1997). Som nevnt i den matematiske verdien kan konsesjonsverdier være et eksempel som er undervurdert i regnskapet til lakseselskaper.

I følge (Boye & Dahl, 1997, s. 13) er bruk av substansverdi som verdsettelse metode spesielt gunstig i tilfeller der:

- Det eksisterer et marked som eiendelene kan selges i uavhengig av virksomheten.
- Verdien til eiendelen er uavhengig av den virksomheten som drives i foretaket.
- Kjøp av foretaket er et alternativ til kjøp av eget anlegg.

(Boye & Dahl, 1997)

Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsmetoden er et spesialtilfelle av substansverdien, men her legges det til grunn at virksomheten skal avvikles. Likvidasjonsverdien blir derfor nesten alltid lavere enn verdien ved bruk av substansverdi. Da substansverdi forutsetter at virksomheten skal fortsette sin drift. Likvidasjonen av et selskap skal behandles på samme måte som kjøp og salg av aksjer. Beregningen av skattemessig gevinst og fradrag beregnes på følgende måte (Boye & Dahl, 1997, s. 19):

Anskaffelses kost

- Regulering av inngangsverdien med skattlagt kapital (RISK), inkluderer gevinst på realisasjoner i likvidasjonsåret minus skatt på selskapets hånd.
- = Beregnet inngangsverdi for aksjer
- Utbetaling ved likvidasjon
- = Skattepliktig/fradragsberettiget gevinst/tap

(Boye & Dahl, 1997, s. 19)

3.3.2 Inntjeningsbaserte metoder

I dette avsnittet vil det gjennomgås tre metoder for verdiberegning ved bruk inntjeningsbaserte metoder: dividendemodellen, egenkapitalmetoden, totalkapitalmetoden. Avslutningsvis gjennomgås et utvalg multiplikatormodeller.

Dividendemodellen

Dividendemodellen tar utgangspunkt i et selskaps utbytte. Dette er en vanlig brukt metode i USA der utbytte kulturen for selskaper sterk. Dividendemodellen kan beregne prisen per aksje eller prisen på egenkapitalen (Boye & Dahl, 1997).

Modellen er definert som (Boye & Dahl, 1997, s. 20):

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

Der,

- P_0 = Verdien på aksjen eller selskapets egenkapital
- D_t = Forventet dividende per aksje i år t. Eller eventuelt totalt dividende dersom egenkapitalen beregnes.
- k_E = Avkastningskrav til egenkapitalen

Det er vanskelig å si noe eksakt om hvordan utbyttepolitikken til et selskap vil være i fremtiden, men dersom en forutsetter at dividende vil øke med samme prosent hvert år i all fremtid så kan dividendemodellen skrives som Gordons formel (Boye & Dahl, 1997, s. 20).

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

g = Årlig vekst i dividende

Dess høyere vekstfaktor som legges til grunn dess høyere vil egenkapitalverdien være. Modellen forutsetter at avkastningskravet til egenkapitalen er høyere enn veksten. Dersom veksten er større enn avkastningskravet får vi en negativ verdi (Boye & Dahl, 1997).

Dersom selskaper ikke vokser i samme tempo som gjennomsnittsselskapet så forutsettes det en høyere eller lavere dividende vekst over en periode, før veksten normaliserer seg. Dividendemodellen forutsetter normalt at avkastningskravet er konstant (Boye & Dahl, 1997).

Kontantstrømbaserte modeller

De kontantstrømbaserte modellene bruker fremtidige kontantstrømmer som diskonteres til nåverdi med en diskonteringsfaktor (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Kontantstrømbaserte modeller deles ofte inne i to metoder, egenkapital- og total kapitalmetoden. For begge metodene prognostiseres det budsjetter for en periode en periode frem i tid. Forskjellen på metodene er at vi diskonterer ulike kontantoverskudd i de ulike metodene. Henholdsvis kontantoverskudd til egenkapitalen i egenkapitalmetoden og kontantoverskudd til total kapitalen i total kapitalmetoden. Diskonteringsfaktoren er også ulik for de to metodene (Boye & Dahl, 1997). Dette er nærmere forklart i avsnitt 3.4 Avkastningskrav.

Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en metode som baserer seg på estimerte kontantoverskudd til egenkapitalen. Overskuddene beregnes som følger (Boye & Dahl, 1997, s. 25):

Resultat etter skatt

+ Avskrivninger

- Investeringer

- Økning i omløpsmidler

+ Endring rentefri gjeld

+ Endring rentebærende gjeld

= Overskudd til egenkapitalen = CF

(Boye & Dahl, 1997, s. 25)

Endringen i anleggsmidlinger er definert som (Boye & Dahl, 1997, s. 24):

$$UB_{\text{Anleggsmidler}} - (IB_{\text{Anleggsmidler}} - \text{Avskrivninger}) = \text{Investeringer}$$

Kontantoverskuddene i prognoseperioden diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen, k_E . Nåverdien av prognoseperioden er definert som (Boye & Dahl, 1997, s. 26):

$$\text{Nåverdi av prognose perioden} = \sum_{t=1}^T \frac{CF^t}{(1 + k_E)^t}$$

Terminalverdien er et resultat av Gordons formel der det antas at kontantoverskuddene vokser med en konstant vekstrate i all fremtid. CF^t er kontantoverskudd til egenkapitalen i prognoseperioden og CF^T er kontantoverskuddet i terminalåret. k_E er avkastningskravet til egenkapitalen og g er den evigvarende vekstraten. Gordons formel som terminalverdi i egenkapitalmetoden er definert som (Boye & Dahl, 1997, s. 27):

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF^T}{k_E - g}$$

Når vi finner nåverdien av terminalverdien (Boye & Dahl, 1997, ss. 27-28), får vi:

$$\text{Nåverdi av terminalverdi} = \frac{CF^T}{(1 + k_E)^T \cdot (k_E - g)}$$

Totalkapitalmetoden

Verdien av totalkapitalen beregnes på samme måte som egenkapitalmetoden, men ved bruk av avkastningskrav til totalkapitalen i stedet for til egenkapitalen.

Kontantoverskuddene til totalkapitalen beregnes som vist i (Boye & Dahl, 1997, s. 27). Skatten som brukes i beregningen av kontantoverskudd til egen- og totalkapitalen er den samme i denne oppgaven.

Kontantoverskuddene beregnes slik (Boye & Dahl, 1997, s. 27):

Driftsresultat

- Skatt

+ Avskrivninger

- Investeringer

- Økning omløpsmidler

+ Endring rentefri gjeld

= Overskudd til totalkapitalen

(Boye & Dahl, 1997, s. 27)

For å finne egenkapitalverdien ved bruk av totalkapitalmetoden trekkes det fra rentebærende gjeld fra periodens begynnelse (Boye & Dahl, 1997).

Superprofitt

Superprofitt er differansen mellom bokført verdi og økonomisk verdi. Det vil si at goodwill er nåverdien av den fremtidige superprofitten (Gjesdal & Johnsen, 2009).

Residual Income (RI) er et styringsmål som også kan benyttes til verdsetting av selskaper (Gjesdal & Johnsen, 2009). Fordelen med residual Income er at metoden tar hensyn til om prosjekter er lønnsomme eller ulønnsomme. Lønnsomme prosjekter vil øke nåverdien til RI og ulønnsomme redusere den. Residual Income som verdsettings metode omtales også som superprofittmetoden (Gjesdal & Johnsen, 2009). I denne oppgaven settes det likhetstegn mellom Residual Income og superprofittmetoden.

Kontantstrømmen til superprofitten hvert år er definert som (Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 163):

$$\text{Superprofitt} = \text{Resultat før rentekostnader} - \text{skatt} - (WACC * \text{sysselsatt kapital})$$

Formelen for egenkapitalverdien basert på superprofittmetoden er også delt i to deler. Den første delen er nåverdiene i prognoseperioden og terminalleddet er nåverdiene for tiden etter prognoseperioden.

$$N\grave{a}verdi\ RI = IC_0 \sum_{t=1}^T \left(\frac{Superprofitt_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{\left(\frac{Superprofitt_T}{WACC-g} \right)}{(1+WACC)^T}$$

(Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, ss. 119-120)

IC_0 = Sysselsattkapital siste år i den historiske perioden.

$Superprofitt_t$ = Kontantoverskudd til superprofitt i prognoseperioden

$Superprofitt_T$ = Kontantoverskudd i terminalåret

ROIC = Return On Invested Capital

WACC = Weighted Average Cost of Capital

g = Den evigvarende vekstraten

For å finne egenkapitalverdien trekkes den rentebærendegjelden fra den beregnede verdien av formelen over (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

3.3.3 Multiplikatormodeller

Det finnes mange ulike multiplikatormodeller. I dette avsnittet gjennomgås et utvalg av disse modellene.

Price/Earning (P/E) metoden er en mye brukt multiplikatormetode. Der P står for enten aksjekurs eller markedsverdien til selskapet og E er årsresultat fratrukket skatt før ekstraordinære poster per aksje eller for hele selskapet (Boye & Dahl, 1997, ss. 34-35).

$$\frac{P}{E} = \frac{Aksjekurs}{\text{Årsresultat per aksje}} = \frac{Markedsverdi}{\text{Årsresultat}}$$

P/E tallet kan benyttes både til verdisetting og som kontroll tall av prisingen i forhold til andre lignende selskaper. En verdiberegning basert på P/E tall er gitt som (Boye & Dahl, 1997, s. 35):

Verdi = (Resultat før ekstraordinæreposter – skatt) * P/E faktor

P/E faktoren varierer mye fra bransje til bransje. I følge (Boye & Dahl, 1997, s. 34) har P/E faktoren ligget på ca. 10 for de børsnoterte selskapene i Norge i årene før boken ble publisert. Per mars 2011 så handles aksjene på OSEBX indeksen til en P/E på 10,5 i følge DnB Nor Markets (Dagens Næringsliv, 2011a). OSEBX er også kalt Oslo Børs sin hovedindeks og består av et utvalg aksjer som revideres hvert halvår (Oslo Børs, 2003).

Ulempen med P/E tallet er at det blant annet ikke tar hensyn til kapitalstruktur. Det vil si at selskap med mye gjeld og gjeldskostnader kan fremstå lavt priset ved bruk av P/E metoden, noe som ikke alltid er tilfelle (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). I følge (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, s. 317) anbefales det å benytte EV/ EBITA i stedet for P/E blant annet på grunn av problematikken rundt kapitalstruktur.

Fordelen med P/E tallet er at det er et forholdsvis enkelt tall å beregne, spesielt for børsnoterte selskaper. Tallet er derfor ofte gjengitt i aviser og tidsskrifter tilknyttet børs og aksjer. Den norske avisen Dagens Næringsliv har på sine nettsider en oversikt over P/E og P/S tall for selskaper notert på Oslo Børs (Dagens Næringsliv, 2011).

P/S metoden er en metode som verdsetter selskaper med utgangspunkt i salgsinntekter. Metoden er en del brukt innenfor eiendom der salgsinntektene erstattes med leieinntekter (Boye & Dahl, 1997, s. 36).

$$\frac{P}{S} \text{ faktor} = \frac{\text{Pris}}{\text{Salgsinntekter}}$$

En annen multiplikator metode som kan benyttes til verdivurdering og kontroll av verdier er Pris/bok modellen (P/B). Metoden skiller seg fra de andre metodene som er nevnt ved at den ikke tar utgangspunkt i foretakets inntekter. P står for markedsverdien til egenkapitalen og B for den bokførte verdien av egenkapitalen (Boye & Dahl, 1997, s. 219).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokførtverdi EK}}$$

De beregnede egenkapitalverdiene til SSF vil bli kontrollert ved bruk av P/E og P/B metoden senere i oppgaven.

3.4 Avkastningskrav

I kontantstrømbaserte verdsettingsmetoder er det nødvendig med avkastningskrav til å neddiskontere verdiene til nåverdi (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Avkastningskravet er i (Johnsen, 1997, s. 40) definert som:

”Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastningen over tid som er nødvendig for å trekke kapital til virksomheten”

(Johnsen, 1997, s. 40)

Kravet skal kompensere investorene for avkastningen de ellers ville oppnådd i alternative investeringer med samme risiko (Gjesdal & Johnsen, 2009).

3.4.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen benyttes til å finne avkastningskravene til egen- og totalkapitalen (Gjesdal & Johnsen, 2009).

For investeringer med risiko som er lik en markedsportefølje er avkastningskravet definert som (Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 20):

$$R_m = R_f + MP$$

R_m = Markedsporteføljen sin forventede avkastning

R_f = Risikofrirente

MP = Markedspremie

(Gjesdal & Johnsen, 2009)

Markedspremien (MP) er differansen mellom forventet avkastning i markedet og den risikofrie renten (Gjesdal & Johnsen, 2009).

Pablo Fernandez, professor ved IESE Business School, publiserte i 2010 en undersøkelse ved navn *Market Risk Premium used by Analysts and Companies: A Survey with 2400 answers*, der blant annet analytikere, professorer og selskaper har oppgitt hva de mener er riktig markedets risiko premie. 2400 respondenter deltok i undersøkelsen. Gjennomsnittlig MP brukt av analytikere var 5,1 % for de amerikanske og 5,0 % av de europeiske. For professorene var tallet henholdsvis 6 % i USA mot 5,3 % i Europa (Fernández, 2009).

I perioden 1967 til 1998 gav Oslo Børs sin totalindeks en gjennomsnittlig meravkastning utover kort statsrente på 6,2 %. Den fremtidige gjennomsnitts markedspremien antas å bli lavere enn 6,2 %. Det pekes på bedre kapitaliserte selskaper, samt mer diversifiserte investorer nå enn før, mindre variasjon i børsens likviditet og i inflasjonen (Gjesdal & Johnsen, 2009).

Markedsporteføljen, R_m , har samme sammensetning som børsens totalindeks. I følge Holberg fondene i rapporten *Ukens HolbergGraf* fra 11. Juli 2008 hevdes det at en bør forvente en årlig avkastning i aksjemarkedet over tid på 8 – 9 % (Holberg Fondene, 2008). Det amerikanske aksjemarkedet har gitt en gjennomsnittlig årlig avkastning på ca. 9,4 % de siste 125 årene (Holberg Fondene, 2008).

Den risikofrie renten, R_f , tolkes som en mellomlang statsrente (Gjesdal & Johnsen, 2009). Det anbefales i (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, s. 241) å ta utgangspunkt i tyske statsobligasjoner dersom en verdsetter europeiske selskaper. Grunnen til dette er at tyske statsobligasjoner har en høyere likviditet og lavere kredittrisiko enn andre europeiske statsobligasjoner. Den 10-årige tyske statsobligasjonen blir anbefalt brukt (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, s. 241).

Risiko deles ofte inn i to hovedkategorier, systematisk og usystematisk. Systematisk risiko omtales ofte som markedsrisiko og usystematisk som bedriftsspesifikk risiko. Den bedriftsspesifikke risikoen kan reduseres ved å diversifisere, i motsetning til markedsrisikoen (Gjesdal & Johnsen, 2009).

For investeringer som ikke har lik risiko som markedsporteføljen er avkastningskravet definert som (Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 20):

$$K = R_f + \beta * MP$$

Med ord:

$$\text{Avkastningskravet} = \text{Risikofri rente} + \text{Risikopremie for markedet} * \beta$$

Her justeres risikoen opp eller ned med betarisikoen β . Denne formelen er også kjent som kapitalverdimodellen (Gjesdal & Johnsen, 2009).

Betarisiko β er definert som (Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 20):

$$\beta = \frac{\text{Investeringens markedsrisiko}}{\text{Representativ markedsrisiko}} = \frac{\text{Korr}(r, r_m) \cdot \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_m)} = \frac{\text{Cov.}(r, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

$\text{Korr}(r, r_m)$ = Korrelasjon mellom aksjens og markedsporteføljens avkastning

$\text{Std}(r)$ = Avkastningens standardavvik

$\text{Std}(r_m)$ = Standardavvik til markedsporteføljens avkastning

(Gjesdal & Johnsen, 2009)

Ved en korrelasjon på null mellom aksjen og markedsporteføljen er aksjens avkastningsvariasjon irrelevant. Ved negativ korrelasjon har aksjen en bevegelse som er motsatt av markedet for øvrig. Det er derimot ikke vanlig at aksjer har en korrelasjon på null eller lavere. Avkastningskorrelasjon mellom null og en regnes som vanlig (Gjesdal & Johnsen, 2009).

Det anbefales i (Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 36) at det bør legges til en likviditetspremie på egenkapitalavkastningskravet for børsnoterte selskaper med lav likviditet og ikke- børsnoterte selskaper. Likviditetspremien skal kompensere for risikoen for innlåsing i selskap på grunn av liten omsetning. For unoterte selskaper foreslås et tillegg på 4-5 % (Gjesdal & Johnsen, 2009).

Dette gjelder dog kun for investorer der likviditet er av betydning, eksempelvis en finansiell investor som ønsker muligheten til å selge ut innen kort tid. For et langsiktig eierskap av strategisk betydning, for eksempel et datterselskap er en slik likviditetspremie ikke nødvendig (Gjesdal & Johnsen, 2009). Hvorvidt det legges til en likviditetspremie vil bli nærmere diskutert senere i oppgaven.

3.4.2 Egenkapitalkravet

Som vist i avsnitt 3.3.2 så neddiskonteres kontantoverskuddene til nåverdi med egenkapitalkravet i egenkapitalmetoden. Egenkapitalkravet er sammensatt av tre faktorer, den risikofrie renten, markedspremien og betaen som justerer den selskapsspesifikke risikoen (Gjesdal & Johnsen, 2009).

Det skattejusterte egenkapitalkravet er definert som (Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 39):

$$k_E = (1 - s) * R_f + \beta_E \cdot MP^s$$

s = skattekostnad

R_f = Risikofrirente

MP^s = Skattejustert markedspremie = $MP + s * R_f$

β_E = Egenkapital beta til SSF

(Gjesdal & Johnsen, 2009)

Formelen for egnekapitalbetaen er definert som (Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 38):

$$\beta_E = \left(\frac{E + G}{E} \right) * \beta_T$$

E = Egenkapital (markedbasert)

G = Gjeld (markedbasert)

β_T = Totalkapitalbetaen

(Gjesdal & Johnsen, 2009)

Totalkapitalbetaen, β_T , representerer den bedriftsspesifikke risikoen.

Det anbefales å benytte betaverdier fra lignende børskopier eller selskap som antas å ha samme forretningsrisiko for selskaper som ikke er børsnoterte (Gjesdal & Johnsen, 2009).

3.4.3 Totalkapitalkravet

I totalkapitalmetoden diskonteres de fremtidige kontantoverskuddene til nåverdi. Totalkapitalkravet er definert om den avkastning en representativ investert krone må gi over tid for å betjene kravet fra kreditorer og eiere samlet (Gjesdal & Johnsen, 2009). Til å beregne avkastningskravet til totalkapitalen benyttes WACC formelen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, s. 113):

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

E = Egenkapital (markedsbasert)

G = Gjeld (markedsbasert)

k_T = Avkastningskrav til totalkapitalen

k_E = Avkastningskrav til egenkapitalen

r_G = Avkastning krav rentebærendegjeld

s = Skattekostnad

(Koller, Goedhart, & Wessels, 2010)

Det er viktig at det er konsistens mellom den beregnede frie kontantstrømmen og WACC. WACC må derfor inneholde alternativkostnaden til alle investorer siden den frie kontantstrømmen er tilgjengelig for både kreditorer og eiere. Det skal benyttes markedsbaserte verdier på egenkapital og gjeld og ikke bokførte. WACC skal beregnes fratrukket selskapsskatt siden den frie kontantstrømmen er beregnet slik (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Ulempen med WACC formelen er at det forutsettes en konstant kapitalstruktur i prognoseperioden. (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

3.5 Valg av metode for verdivurdering

En kjøper av et selskap kjøper selskapets fremtidige kontantstrømmer. De kontantstrømbaserte metodene regnes derfor som de korrekte (Boye & Dahl, 1997). Til verdiberegning av egenkapitalverdien til SSF benyttes derfor tre metoder innenfor den kontantstrømbaserte kategorien. Henholdsvis egenkapitalmetoden, totalkapitalmetoden og superprofittmetoden.

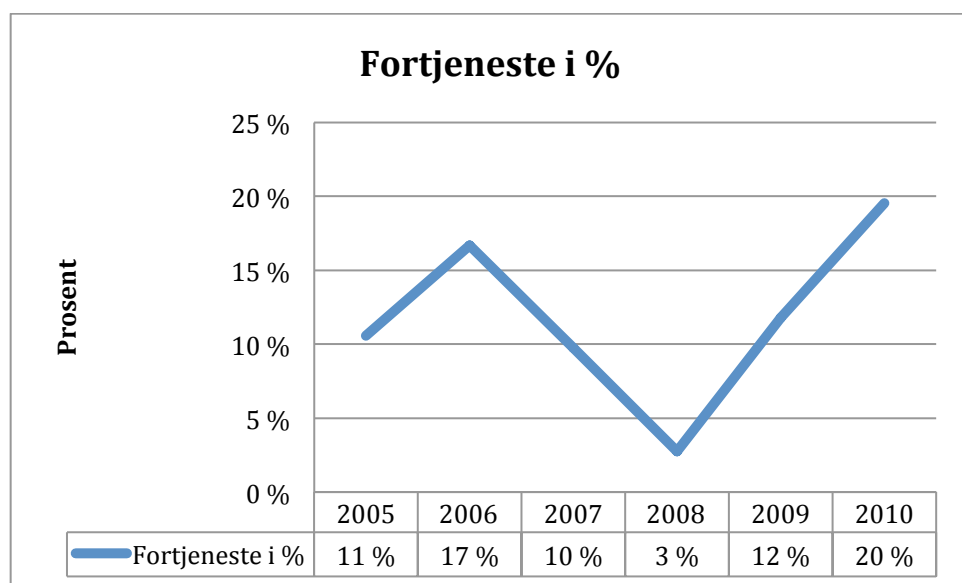
For å kunne kontrollere de beregnede verdiene vil P/E og P/B faktorer til SSF benyttes til sammenligning mot et utvalg lakseselskaper notert på Oslo Børs.

4. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet kobles presentert teori med empiri for å bestrebe å besvare problemstillingen. Empiri presenteres og analyseres fortløpende med bakgrunn i teori fra kapittel 3 Teori og metode.

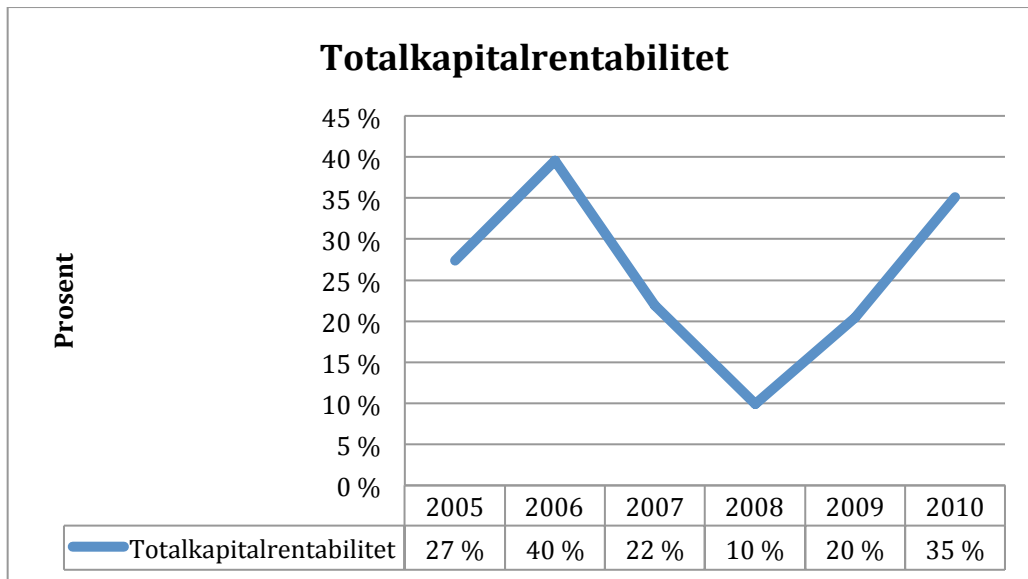
Det gis en innføring i den økonomiske utviklingen til SSF basert på en nøkkeltallanalyse av lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Som tidligere nevnt er det benyttet regnskapstall fra 2005 til og med 2010 (Scottish Sea Farms, 2011) (Scottish Sea Farms, 2010f) (Scottish Sea Farms, 2009) (Scottish Sea Farms, 2008) (Scottish Sea Farms, 2007) (Scottish Sea Farms, 2006). Regnskapsanalysen legger grunnlaget for utviklingen i prognoseperioden. Den estimerte prognoseperioden gjennomgås avslutningsvis i kapitlet.

4.1 Lønnsomhetsanalyse



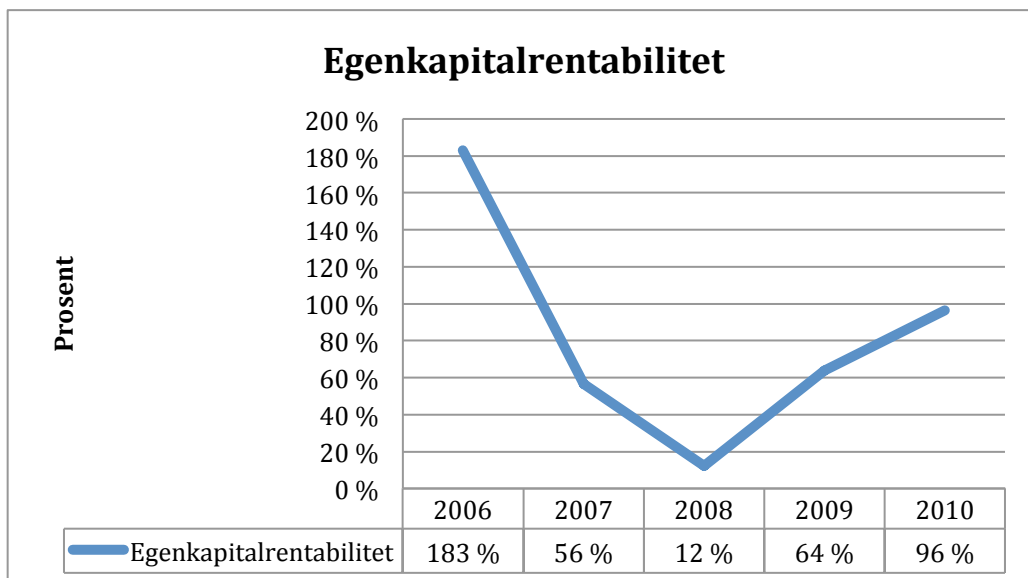
Figur 9: Fortjeneste i % for perioden 2005 til 2010.

Fortjeneste i prosent av salgsinntekter har vært positiv gjennom perioden, selv om fortjenesten var nede i 3 % i 2008. Fortjenesten i % er høyest i regnskapsåret 2010.



Figur 10: Totalkapitalrentabiliteten i % for perioden 2005 til 2010.

Av figur 10 ser vi at bedriften har en noe ujevn utnyttelse av sine ressurser (Kristoffersen, 2008). De sykliske lakseprisene er nok en del av forklaringen. Utnyttelsen var best i 2010 og 2006 da totalkapitalrentabiliteten var henholdsvis 34 og 33%. Dette samsvarer godt med lakseprisen som var høy i disse periodene, som illustrert i kapittel 2 Om næringen og selskapet.

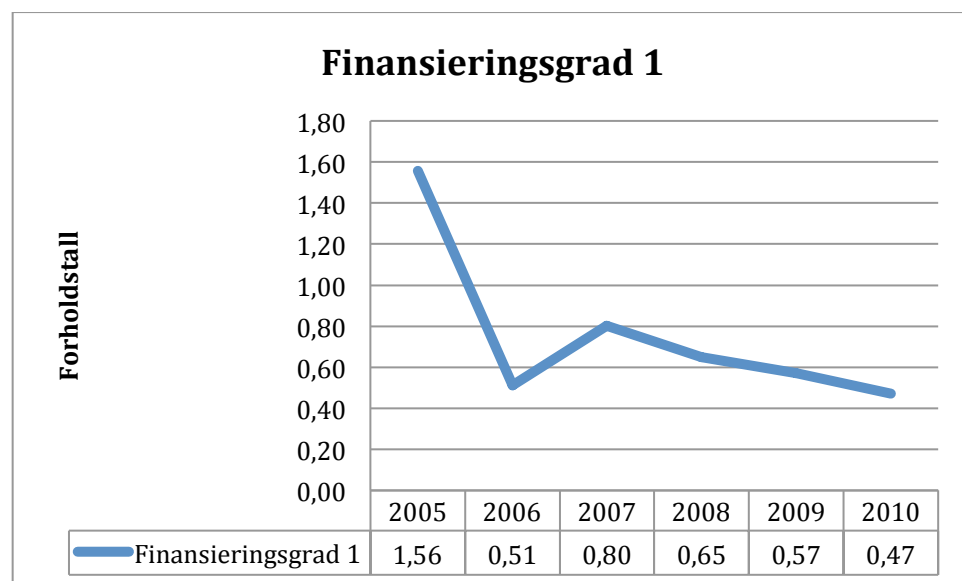


Figur 11: Egenkapital rentabilitet etter skatt for perioden 2005 til 2010.

Av figur 11 ser vi at egenkapitalrentabilitetene er høyere enn totalkapitalrentabilitetene gjennom hele perioden både før og etter skatt. I følge (Kristoffersen, 2008, s. 416) skyldes dette i hovedsak to forhold; fortjenesten ved salg av varer og kostnadene ved å låne penger. SSF har i denne perioden tjent mer på salg av varer enn kostnadene ved å låne penger.

4.2 Finansieringsanalyse

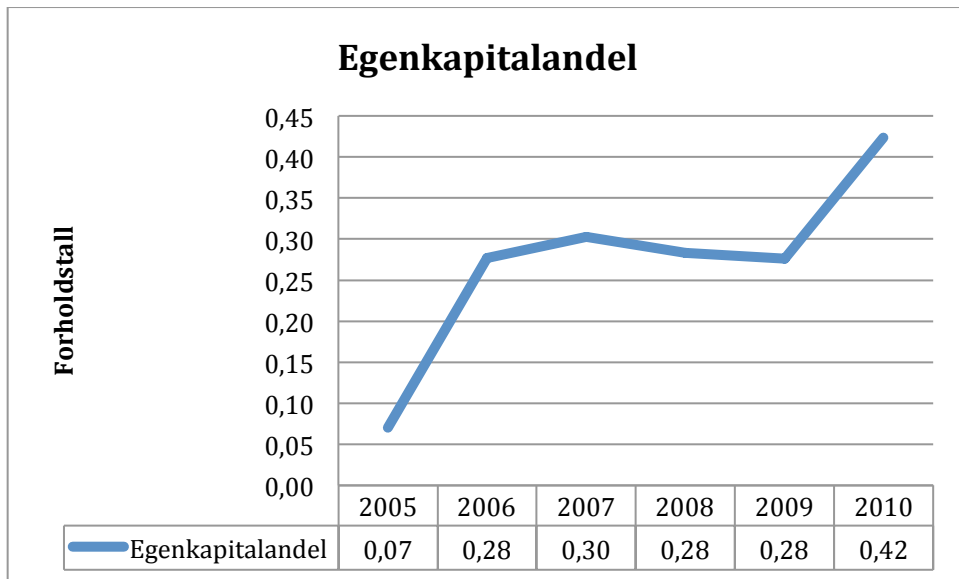
Vi ser at andelen som er finansiert av langsiktig kapital har økt i perioden 2005 til 2010. Det argumenteres for at finansieringsgraden bør være mindre enn 1 (Eklund & Knutsen, 2003). Dette for at den langsiktige kapitalen i tillegg til å finansiere anleggsmidlene også bør finansiere en del av varelageret. Finansieringsgrad 1 har vært lavere enn 1 alle år utenom i 2005. (Kristoffersen, 2008)



Figur 12: *Finansieringsgrad 1 for perioden 2005 til 2010.*

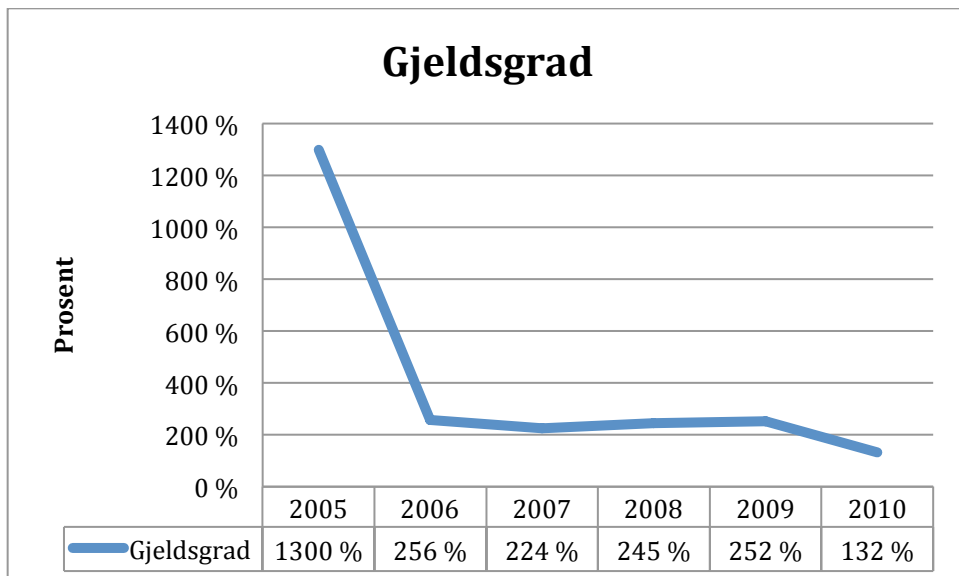
4.3 Soliditetsanalyse

Soliditeten sier noe om finansieringen og hvor godt en bedrift tåler et tap. I denne analysen av soliditeten skal jeg undersøke tre sentrale nøkkeltall knyttet til soliditet; egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad (Kristoffersen, 2008).



Figur 13: Egenkapitalandel for perioden 2005 til 2010.

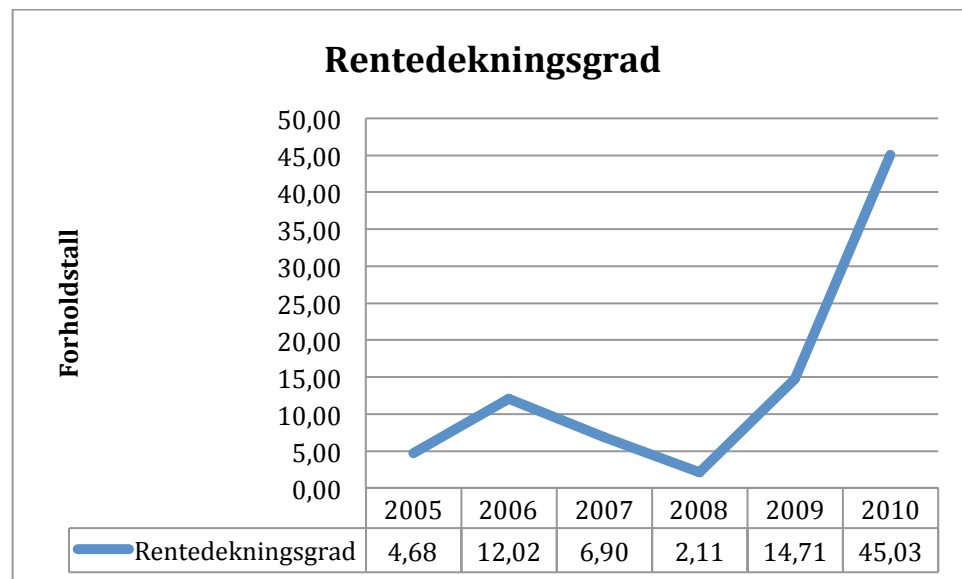
SSF har en egenkapitalandel på 42 % ved inngangen til 2011. Noe som er en forholdsvis solid egenkapitalandel. Ser vi derimot tilbake til 2005 ser vi at egenkapitalandelen er så lavt som 7 %. Gjennomsnittlig egenkapitalandel for den historiske perioden er 27 %. Egenkapitalandelen har vært høyere enn det den norske aksjeloven mener er forsvarlig for å utbetale utbytte fra 2006, og utviklet seg positivt gjennom perioden (Lovdata, 2011).



Figur 14: Gjeldsgrad i % for perioden 2005 til 2010..

Figur 14 viser at SSF har hatt en positiv utvikling i forhold til gjeldsgraden de siste 5 årene. Fra en meget høy gjeldsgrad i 2005 på 12,8 ned til 1,4 i 2010.

Det siste nøkkeltallet under soliditetanalysen er rentedekningsgrad. Rentedekningsgraden angir i hvilken grad selskapet er stand til å betale rentekostnadene sine (Kristoffersen, 2008).

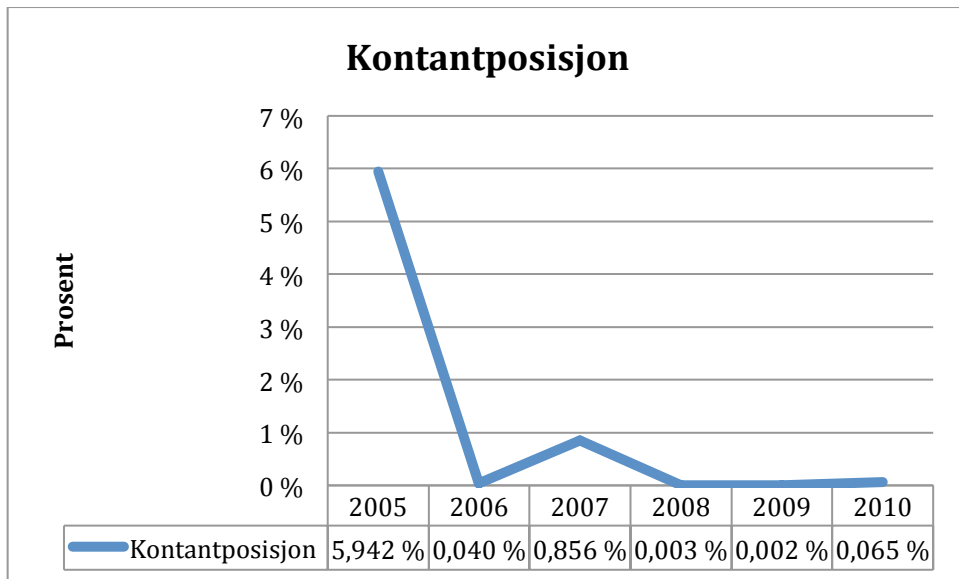


Figur 15: Rentedeckningsgrad for perioden 2005 til 2010.

Vi ser at rentedeckningsgraden har hatt en positiv utvikling selv om vi har en noe ujevn trend. Det anbefales at dette forholdstallet bør være større enn 3 (Eklund & Knutsen, 2003). Rentedeckningsgraden er lavere enn 3 i 2008.

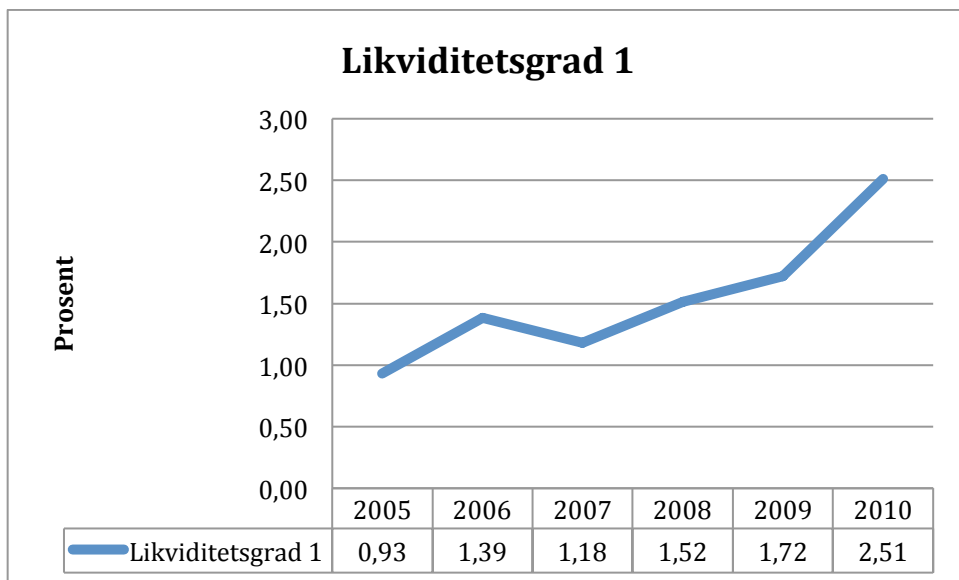
4.4 Likviditetssanalyse

I likviditetsanalysen analyseres SSF sin betalingsevne. Nøkkeltall som undersøkes er kontantposisjon og likviditetsgrad 1. Forholdstallet gir uttrykk for hvor stor likviditetsreserven til SSF er. Tallet sier derimot ingenting om størrelsen på selskapet (Kristoffersen, 2008).



Figur 16: Kontantposisjon i % for SSF i perioden 2005 til 2010.

Kontantposisjonen til SSF er meget lav gjennom hele perioden. Dette kan ha en sammenheng med at selskapet er et datter-datter selskap av to relativt solide børsnoterte selskaper i LSG og Salmar som muligens ønsker å ha kontantbeholdningen i sine respektive selskaper i stedet for i SSF.



Figur 17: Likviditetsgrad 1 for SSF i perioden 2005 til 2010.

Forholdstallet sier noe om SSF sin kortsiktige betalingsevne. Det anbefales at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2 (Kristoffersen, 2008). Av figur 17 er likviditetsgraden først er over det anbefalte nivået i 2010.

4.5 Oppsummering

SSF har i den historiske perioden hatt en solid lønnsomhet med en gjennomsnittlig fortjeneste margin på 12,17 %. Noe som er solid med tanke på at selskapet har gjort oppkjøp i denne perioden. Av figur 18 ser en også at omsetningen har en økning hvert år.

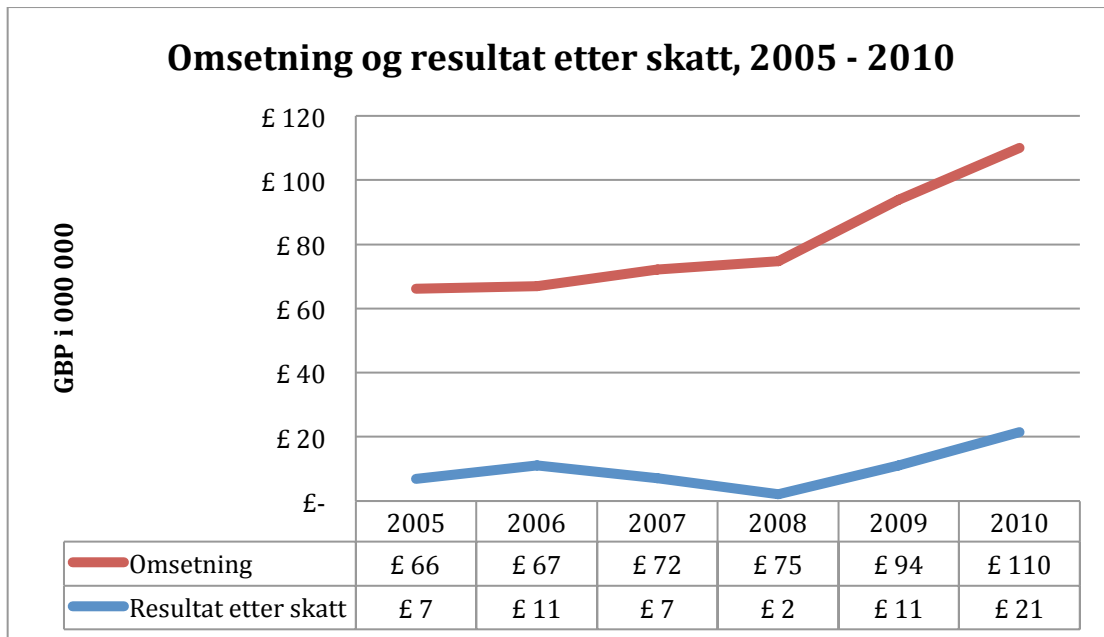
Finansieringen har også hatt en positiv utvikling og Finansieringsgrad 1 er lavere enn 1 alle år utenom i 2005.

Soliditeten har også forbedret seg i perioden og egenkapitalandelen er på sitt høyeste i siste historiske regnskapsår, 2010. Gjeldsgraden har gått fra å være så høy som 1300 % til å være 132 % i år 2010.

Likviditetsanalysen skiller seg fra de andre analyseområdene ved å ikke utvikle seg like positivt. Kontantposisjonen er meget lav, under 1 % fra 2006 til 2010.

Likviditetsgrad 1 har utviklet seg positivt, men er først over det anbefalte nivået på 2 i år 2010 (Eklund & Knutsen, 2003). Som nevnt i avsnitt 3.2 så bør muligens ikke denne kategorien nøkkeltall vektlegges for mye i en verdiberegning, men er inkludert for å gi et helhetlig bilde av den finansielle situasjonen til SSF.

Kort oppsummert har den økonomiske utviklingen til SSF vært positiv i perioden 2005 til 2010. Figur 18 viser at omsetningen har nær doblet seg og siste års resultat etter skatt er det høyeste for perioden. Mye av denne utviklingen må selvsagt forklares med de høye lakseprisene i samme periode.



Figur 18: Omsetning og resultat etter skatt for perioden 2005 til og med 2010. Alle tall i millioner GBP.

5. Prognoseperiode 2011 – 2030

I dette kapittelet beskrives prognoseperioden som er lagt til grunn for endelige verdiberegninger, samt hvilke forutsetninger som tas. Første delen av kapittelet beskriver poster tilknyttet resultatregnskapet. Den avsluttende delen omhandler sentrale poster i den budsjetterte balansen.

Det anbefales å bruke en prognoseperiode på 5 til 15 år og muligens lengre for sykliske selskaper (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Siden laksenæringen er en syklisk næring så settes prognoseperioden i denne oppgaven til 20 år, 2011 til 2030.

Det forutsettes at konsolideringen og volumveksten er størst de første 10 årene i prognoseperioden. Slik at veksten er størst i de første 10 årene og reduseres i fra 2021 til 2030. Både resultatregnskapet og balansen er konsistente i forhold til den forutsetningen.

5.1 Inflasjon

Det er brukt reelle tall i budsjettperioden. Ideelt sett burde det tillegges en prisstigning i form av inflasjon for tallene i prognoseperioden eller eventuelt trekke inflasjonsraten fra i avkastningskravet (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Som nevnt i kapittel 3 anbefales det at for ikke børsnoterte selskaper at det legges til en likviditetspremie 4 - 5 % (Gjesdal & Johnsen, 2009). Størrelsen på en eventuell likviditetspremie for SSF er uvisst. SSF er som tidligere nevnt datter-datter selskap av to børsnoterte selskaper som selv ikke skal ilegges likviditetspremie. Samtidig er det usikkert hvor stor prisstigningen kommer til å være de neste 20 årene. Per mars 2011 er Consumer Prices Index (CPI) 4 % for UK (Office for National Statistics, 2011).

For prognoseperioden forutsettes det at disse variablene er like store og dermed om lag utligner hverandre. Oppgaven er derfor basert på reelle tall i prognoseperioden, og diskonteringsrenten er korrigert til inflasjonskorrigert rente (dvs. realrente) pluss en omtrentlig likviditetspremie. Det er ikke lagt mye arbeid inn i begrunnelsen av likviditetspremien, som bare er omtrentlig anslått. I den videre beregning vil det derfor ikke gjøres en faktisk justering av avkastningskravet eller prognosetallene da justeringene er forutsatt å utligne hverandre. Selv om tallene eller avkastningskravet

ideelt sett burde vært inflasjonsjustert. Usikkerheten rundt diskonteringsraten er illustrert i sensitivitetsanalysen i kapittel 7 Sensitivitetsanalyse.

5.2 Resultatregnskapet

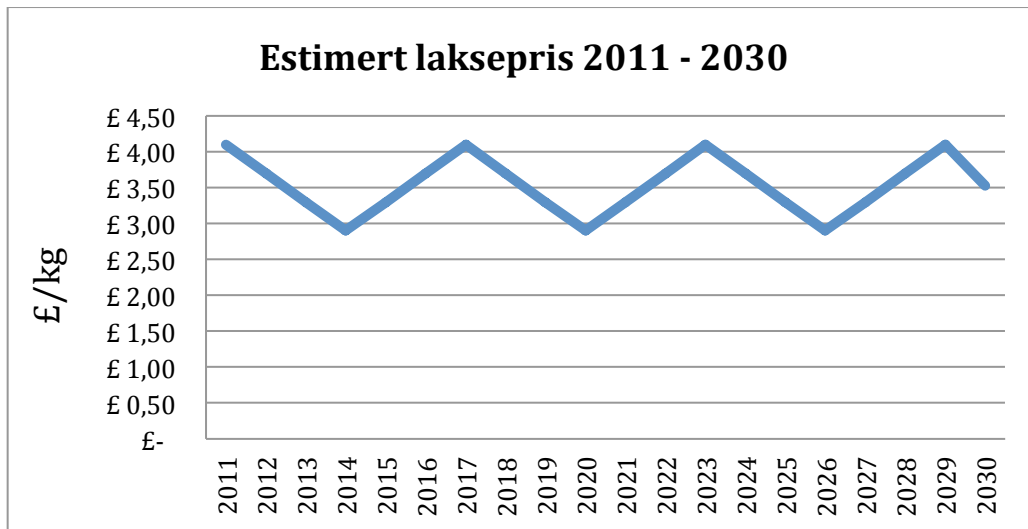
Resultatregnskapet gjennomgås i samme rekkefølge som det er oppstilt i regnskapene til SSF.

5.2.1 Salgsinntekter

Omsetningen er et resultat av produksjonsvolumet og lakseprisen. Omsetningen har i perioden 2005 til 2010 i gjennomsnitt økt med 11 %. Produksjonsvolumet har i samme periode i gjennomsnitt økt med 6 %. Denne differansen reflekter de høye lakseprisene som har vært i slutten av den historiske perioden. SSF har i denne perioden også gjort en rekke oppkjøp som forklarer økningen i produksjonsvolum.

For prognoseperioden legges det til grunn en årlig økning i produksjonsvolum på 4 % fra 2012 til 2020. Produksjonsvolumet i 2011 og 2012 settes til henholdsvis 23000 tonn og 27000 tonn basert på guidingen i Salmar sin fjerde kvartalsrapport for 2010 og forventningen om at produksjonen skal tilbake til normalen i 2012 (Salmar, 2011b) (Conn, Produksjonsvolum til SSF, 2011a). Fra 2020 til 2030 settes den årlige økningen i produksjonsvolum til 2,5 %. Nedgangen fra 4 % til 2,5 % årlig økning skal reflektere forutsetningen om at konsolideringen er størst de første 10 årene.

Den andre driveren for salgsinntekter er lakseprisen. Det forutsettes at lakseprisen kommer til å fortsette å være syklisk gjennom prognoseperioden med 3 års intervaller fra topp til neste bunn og 3 års intervaller fra siste års bunn til topp. Dette begrunnes med produksjonssyklusen til oppdrettslaks som er ca. 26 måneder fra egg til slakteklar laks (ref. Kapittel 2). Svingningene begrunnes med at når det er høye laksepriser vil produsentene i den grad det er mulig strebe etter å øke produksjonen sin og dermed sette ut mer fisk. Den motsatte effekten forutsettes å oppstå når det er lave laksepriser.



Figur 19: Estimert laksepris i prognoseperioden.

Den estimerte lakseprisen vises i figur 19. Pristoppene er 4,10 £/kg og bunnen er 2,90 £/kg . Gjennomsnittsprisen er 3,53 £/kg.

5.2.2 Kostnader

Den gjennomsnittlige salgskostnaden per kg i den historiske perioden er 2,47 £/kg. I 2008 er den oppe i 2,79 £/kg . For prognoseperioden settes denne til 2,73 £/kg.

Bruttokostnader, omtalt som ”Cost of sales” i regnskapene til SSF, blir i prognoseperioden et resultat av dette tallet multiplisert med det estimerte slaktevolumet hvert år. Det vil si at også disse kostnadene har samme vekst som slaktevolumet. Bruttokostnaden på 2,73 £/kg er basert på at den gjennomsnittlige bruttomarginen i prognoseperioden da blir 0,8 £/kg. I den historiske perioden er denne marginen i gjennomsnitt 0,9 £/kg. Årsaken til at denne marginen er lavere i prognoseperioden begrunnes med at Chiles reduksjon i produksjon i den historiske perioden anses som ekstraordinært.

Distribusjons og administrasjonskostnader settes til en årlig økning på 5 % fra 2011 til 2021 og 2,5 % fra 2021 til 2030. Dette tallet var i gjennomsnitt 12 % for den historiske perioden, men 4 % det siste året. Reduksjonen fra 5 % til 2,5 % begrunnes med forutsetningen om mindre vekst det siste tiåret i prognoseperioden.

Rentekostnadene har en gjennomsnittlig prosentvis endring i den historiske perioden på – 13 %. I oppgaven anses denne reduksjonen i rentekostnader som ekstraordinær

og som et resultat av de lave utlånsrentene på grunn av finanskrisen. Dette er nærmere illustrert senere i oppgaven. Rentekostnadene forutsettes derfor samme utvikling som distribusjons og administrasjonskostnadene.

Pensjonsrelaterte utgifter og andre finanskostnader settes lik summen fra regnskapsåret 2010 for prognoseperioden.

Salgsinntekter fratrukket kostnadene gir det ordinære resultatet før skatt. Som nevnt i beregningen av avkastningskrav skal selskapsskatten i UK reduseres til 24 % med en årlig reduksjon på 1 % fra 2011 (Scottish Sea Farms, 2011). Skattesatsen i prognoseperioden frem til 2015 er dermed allerede kjent. Skattesatsen fra 2015 må dermed estimeres. For å få en så normal skattesats som mulig i terminalåret så settes skattesatsen opp med 1 % årlig fra år 2020 til den er på 28 % igjen. Årsaken til at skattesatsen settes opp igjen til 28 % er en antagelse om at reduksjonen er en midlertidig konsekvens av finanskrisen og noe som ikke kommer til å vare i all fremtid. Siden terminalverdien skal representere all fremtid etter prognoseperioden anses også 28 % som mer representativt enn 24 %.

5.3 Balansen

Presentasjonen av den budsjetterte balansen er inndelt i to deler, eiendeler og egenkapital og gjeld. Den videre utviklingen i balansen legger til grunn det bokførte forholdet mellom eiendeler og egenkapital og gjeld fra regnskapsåret 2010.

5.3.1 Eiendeler

Med bakgrunn i forutsetningen om størst vekst de første 10 årene er det lagt opp til en økning i anleggsmidler på 5 % årlig frem til 2020 og 2,5 % fra 2021 til 2030.

Anleggsmidler deles i immaterielle og materielle basert på forholdstallet i regnskapsåret i 2010 som er henholdsvis 24 % immaterielle og 76 % materielle.

Omløpsmidlene øker med samme takt som anleggsmidlene. Det vil si at forholdstallet mellom anleggsmidler og omløpsmidler i prognoseperioden er det samme som for regnskapsåret 2010. I 2010 består eiendelene av 66,1 % omløpsmidler og 33,9 % anleggsmidler.

5.3.2 Egenkapital og gjeld

Egenkapital og gjeld i prognoseperioden baserer seg i hovedsak på forholdstall hentet fra regnskapsåret 2010. Som vist i regnskapsanalysen er det 42 % egenkapitalandel i 2010 og dermed 58 % gjeld. Dette forholdet videreføres i prognoseperioden.

Den budsjetterte egenkapitalen og gjelden inneholder kun poster som er nødvendig for å kunne verdsette. Kreditorer som forfaller mindre enn ett år frem i tid er 38,5 % av de totale aktiva i 2010. For prognoseperioden multipliseres 0,385 med totale eiendeler hvert år. Noe som fører til konsistens mellom kortsiktig gjeld og eiendelene.

I 2010 er 60 % av gjelden rentebærende og 40 % rentefri. Det forutsettes i prognoseperioden at dette forholdet videreføres. Både den rentebærende og rentefrie gjelden øker med 5 % årlig fremt til 2020 og 2,5 % fra 2021 til 2030.

For å opprettholde konsistensen i balansen øker egenkapitalen med den samme prosentsatsen som gjelden.

5.4 Oppsummering

I dette kapitlet har empiri fra de historiske regnskapsårene blitt koblet mot trender fra næringen og lagt fundamentet for den videre verdiberegningen. Det er vanskelig å si noe sikkert om fremtiden. Prognoseperioden har derfor tatt utgangspunkt i allerede eksisterende forholdstall fra regnskapene i predikeringen av budsjettårene.

Den brukte prognoseperioden kan studeres i detalj som vedlegg til oppgaven.

6. Beregning av verdien til Scottish Sea Farms Limited

Dette kapitlet viser verdiberegningen basert på de tre valgte metodene som er beskrevet i kapittel 3 Metode og teori. De estimerte egenkapitalverdiene brukes videre i beregninger av P/E og P/B faktor for SSF. Faktorene blir videre kontrollert mot et utvalg lakseselskaper notert på Oslo Børs.

6.1 Egenkapitalmetoden

Ved egenkapitalmetoden er det nødvendig med et avkastningskrav til egenkapitalen. Det beregnes dermed først et avkastningskrav til egenkapitalen.

6.1.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

$$\text{Egenkapitalkrav: } kE = (1 - s) * R_f + \beta_E \cdot MP^s$$

(Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 39)

$s = \text{skattekostnad}$

$R_f = \text{Risikofrirente}$

$MP^s = \text{Skattejustert markedspremie}$

$\beta_E = \text{Egenkapital beta til SSF}$

For å kunne beregne egenkapitalkravet til SSF må vi innhente informasjon om den risikofrie renten, markedets risikopremie og egenkapitalbetaen til SSF.

Egenkapitalbetaen må estimeres da SSF ikke er børsnotert og dermed ikke har en oppgitt aksjebeta. Det gjøres også et estimat for den risikofrie renten og markedets risikopremie i de neste kapitlene.

Risikofri rente

For å estimere den risikofrie renten, R_f , bruker vi statsobligasjoner som utgangspunkt. Per 17.mars 2011, har den 10-årige tyske statsobligasjonen en kupongrente på 2,5 % og en effektivrente på 3,14 % (Bloomberg, 2011). Den risikofrie renten settes derfor til 3,14%.

$$R_f = 3,14 \%$$

Markedets risikopremie

Med bakgrunn i informasjonen kapittel 3 Metode og teori virker en markedspremie mellom 5 og 6 % som et rimelig estimat. MP settes derfor til 5,5 % i denne oppgaven.

$$MP = 5,5 \%$$

Dette gir en forventet avkastning i markedsporteføljen R_m på 8,64 %.

$$R_m = 8,64 \%$$

Egenkapitalbeta for SSF

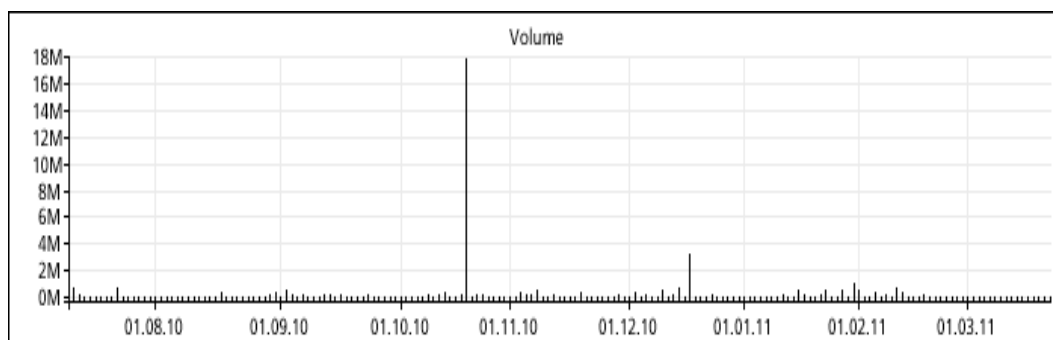
For ikke-børsnoterte selskaper bør man forsøke å hente beta informasjon fra eventuelle børskopier eller selskaper med samme forventede forretningsrisiko (Gjesdal & Johnsen, 2009).

Av børsnoterte selskap er The Scottish Salmon Company det mest sammenlignbare selskapet i forhold til SSF. The Scottish Salmon Company er et skotsk lakseselskap notert på Oslo Axess per mars 2011 (Hegnar Online AS, 2011a). Selskapet driver produksjon på vest kysten av Skottland og på Hebridene. De produserte 24 516 tonn sløyd vekt atlantisk laks i 2010. For 2011 har de en guidet produksjon på 22 000 tonn (The Scottish Salmon Company, 2011).

Tabell 4: Betaverdier for et utvalg lakseselskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess (Finansavisen, 2011). Den gjennomsnittlige "lakse-betaen" er et veidgjennomsnitt av betaen til selskapene. Scottish Salmon Company sin beta er ikke inkludert i det veide gjennomsnittet.

Selskap:	EK - Betaverdier:	Markedsverdi:
Bakkafrost	0,77	2 442 903 250
Cermaq	0,87	8 348 125 000
Grieg Seafood	0,76	2 266 738 600
Lerøy Seafood Group	1,08	8 186 605 200
Marine Harvest	1,20	21 878 377 773
Morpol	0,22	3 813 806 547
Salmar	1,34	6 489 000 000
Scottish Salmon Company	0,02	825 703 233
Sum:		54 251 259 603
Veid gjennomsnitt:	1,02	

Av tabell 4 ser vi at betaen til The Scottish Salmon Company skiller seg betydelig fra betaen til de andre lakseselskapene. Dette har en sammenheng med at The Scottish Salmon Company gjennomgående har en lavere omsetning en de øvrige selskapene. Liten omsetning av en aksje gir treg kurs og ofte ingen kursutfall. Dette betyr at estimert betaverdi sannsynligvis er undervurdert (Gjesdal & Johnsen, 2009). I den veide gjennomsnittsbetaen som er utregnet i tabell 4 er derfor ikke betaen til SSC inkludert.



Figur 20: Antall aksjer omsatt i SSC per dag i selskapets historie (Netfonds, 2011).

Per 21. Mars 2011 er det 166 808 734 aksjer i SSC. I følge data hentet fra Oslo Børs er det omsatt i gjennomsnitt 90 000 aksjer hver dag i SSC. Dette er 0,054 % av det totale antall aksjer (Oslo Børs, 2011). Noe som underbygger mistanken om at aksjene i selskapet er relativt lite omsatt. Egenkapitalbeta for SSF legges derfor den veide gjennomsnittlige betaverdien på 1,02 til grunn.

Beregning avkastningskrav til egenkapitalen

Som vist i avsnitt 3.4 er det skattejusterte egenkapitalkravet definert som (Gjesdal & Johnsen, 2009, s. 39):

$$k_E = (1 - s) * R_f + \beta_E \cdot MP^S$$

I følge note 8c i årsrapporten til SSF for 2010 har finansministeren i Storbritannia annonsert en reduksjon i selskapsskatten i UK fra 28 % til 24 %. Reduksjonen skal gjennomføres trinnvis med 1 % i året. Reduksjonen starter 1. April 2011 (Scottish Sea Farms, 2011).

Egenkapitalkravet beregnes derfor for alle årene frem til selskapsskatten er 24 % i år 2014. Fra og med 2014 settes skattekostnaden til 24 %.

$$S_{2010} = 28\%$$

$$S_{2011} = 27\%$$

$$S_{2011} = 26\%$$

$$S_{2011} = 25\%$$

$$S_{2011} = 24\%$$

$$MP^S = R_M - R_f^S = 5,5\% + s * R_f = 5,5\% + 0,28 * 3,14\% = 6,4\%$$

(Gjesdal & Johnsen, 2009)

Siden skattekostnaden endres hvert år frem til 2014 så beregnes et eget egenkapitalkrav for hvert av årene frem til 2014. Det forutsettes i beregningene at skattesatsen endres 1.1 hvert år.

Egenkapitalkravet for SSF blir da i perioden 2011 til 2014:

$$2011: k_E = (1 - 0,27) * 3,14 \% + 1,02 * 6,4 \% = 6,76 \%$$

$$2012: k_E = (1 - 0,26) * 3,14 \% + 1,02 * 6,4 \% = 6,76 \%$$

$$2013: k_E = (1 - 0,25) * 3,14 \% + 1,02 * 6,4 \% = 6,77 \%$$

$$2014: k_E = (1 - 0,24) * 3,14 \% + 1,02 * 6,4 \% = 6,77 \%$$

For perioden etter 2014 benyttes 6,77 % som egenkapitalkrav. Som nevnt i kapittel 5 legges det ikke til en likviditetspremie i egenkapitalkravet.

6.1.2 Beregnet verdi egenkapitalmetoden

Egenkapitalverdien beregnet etter egenkapitalmetoden (ref. Kapittel 3 Metode og teori) er beregnet til £151 971 704.

Den evigvarende vekstraten, G, er satt til 2,5 % i alle beregningene. Basert på Norges Bank sitt inflasjonsmål om 2,5 % (Norges Bank, 2001). Usikkerhet tilknyttet den evige vekstraten er avdekket i kapittel 7 Sensitivitetsanalyse.

Tabell 5: Verdi egenkapitalen til SSF ved bruk av egenkapitalmetoden.

Verdi:	Beløp
Prognoseperioden	£82 616 920
Terminalverdi	£69 354 784
Egenkapitalverdi	£151 971 704

6.2 Totalkapitalmetoden

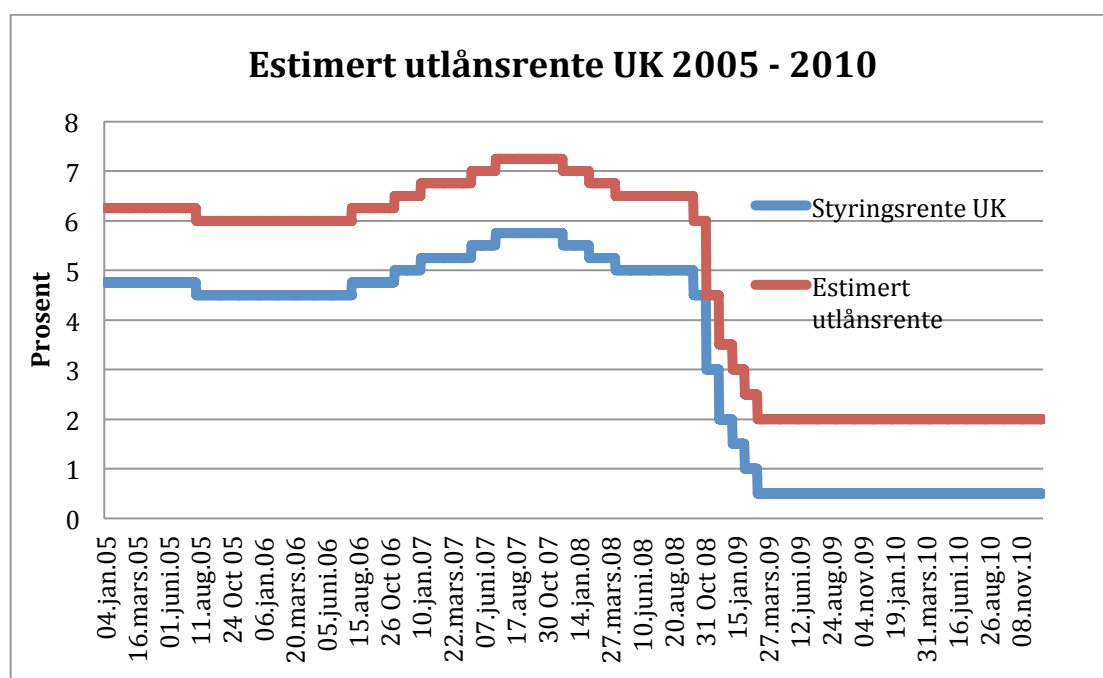
For å komme frem til egenkapitalverdien ved bruk av totalkapitalmetoden beregnes først avkastningskravet til totalkapitalen.

6.2.1 Avkastningskrav til totalkapitalen - WACC

I beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen benyttes WACC formelen (ref. Kapittel 3 Metode og teori).

Som nevnt i avsnitt 3.4.3 så benyttes det markedsverdier for egenkapital og gjeld i beregningen av WACC. SSF er ikke børsnotert og har dermed ingen offentlig tilgjengelig markedsverdi på egenkapitalen. Markedsverdi for egenkapitalen settes derfor til den beregnede egenkapitalverdien fra egenkapitalmetoden. I mangel av markedsbasert gjeld settes den markedsbasert gjelden til den rentebærende gjelden ved utgangen av regnskapsåret 2010.

Avkastningskravet for den rentebærende gjelden beregnes ved bruk av gjennomsnittlig lånerente (Boye & Dahl, 1997). Det er ikke oppgitt hva lånerenten er i regnskapene til SSF for 2005 til 2010. Det tas derfor utgangspunkt i Bank of England sin styringsrente de siste årene og legges på en utlånspremie på 1,5 % (Bank of England, 2011).



Figur 21: Styringsrente i UK i perioden 1.1.2005 til 31.12.2010, tall hentet fra Bank of England. Den blå linjen er den faktisk styringsrenten. Den røde linjen er den estimerte utlånsrenten (Bank of England, 2011).

Den gjennomsnittlige estimerte lånerenten før skatt er 4,94 % i perioden 1.1.2005 til 31.12.2010. Etter skatt er den 3,51 %.

Tabell 6: Estimert gjennomsnittlig lånerente til SSF for 2005 til 2010.

År	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Lånerente før skatt	2,00 %	2,14 %	6,18 %	7,01 %	6,14 %	6,15 %
Skattekostnad	28 %	28 %	28 %	28 %	30 %	30 %
Lånerente etter skatt	1,44 %	1,54 %	4,45 %	5,05 %	4,30 %	4,30 %
Gj.snitt lånerente etter skatt:	3,51 %					

Den estimerte gjennomsnittlige lånerenten i den historiske perioden er da, $r_G = 3,51 \%$.

Som nevnt innledningsvis settes markedsverdien til egenkapitalen til den beregnede verdien fra egenkapitalmetoden på £151 971 704. Den markedsbaserte gjelden settes til den rentebærendegjelden per 31/12 2010 som settes til summen av bank lån, kassakreditt, usikrede lån og forpliktelser tilknyttet leasing i balansen (Scottish Sea Farms, 2011). Per 31. Desember 2010 utgjør disse postene £ 28 919 000. Slik at G i WACC formelen settes til £ 28 919 000. Kapitalstrukturen $E/(E+G)$ i prognoseperioden settes da til 0,84 og $G/(E+G)$ til 0,16.

6.2.2 Beregning av WACC

Siden egenkapitalkravet K_E endrer seg i perioden frem til 2014 på grunn av endret selskapsskatt, S , i UK så beregnes det en årlig WACC frem til 2014.

$$WACC = 0,831 \cdot k_E + 0,169 \cdot (1 - s) \cdot 0,0351$$

Tabell 7: Oversikt over komponenter i WACC for årene 2011 til 2014.

År	2011	2012	2013	2014
E/E+G	0,840	0,840	0,840	0,840
G/E+G	0,160	0,160	0,160	0,160
k_E	6,76 %	6,76 %	6,77 %	6,77 %
S	27 %	26 %	25 %	24 %
r_G	3,51 %	3,51 %	3,51 %	3,51 %
WACC	6,09 %	6,09 %	6,11 %	6,11 %

For perioden etter 2014 settes WACC til 6,11 %, som er WACC i 2014.

6.2.3 Beregnet verdi totalkapitalmetoden

Verdien beregnes som beskrevet i avsnitt 3.3.2. For å komme frem til egenkapitalen trekkes det fra SSF sin rentebærende gjeld fra årsregnskapet for 2010. Inkludert i rentebærende gjeld er bank lån, usikrede lån, kassakreditt og forpliktelser tilknyttet finansiell leasing og leiekontrakter.

Verdien av egenkapitalen blir da £144 173 459.

Tabell 8: Verdi egenkapitalen til SSF ved bruk av totalkapitalmetoden.

Verdi:	Beløp:
Verdi av prognoseperioden	£80 913 604
Terminalverdi	£92 178 855
Totalkapitalverdi	£173 092 459
Rentebærendegjeld	£28 919 000
Egenkapitalverdi	£144 173 459

6.3 Superprofittmetoden

Egenkapitalverdien ved bruk av superprofittmetoden er beregnet som beskrevet i kapittel 3 Metode og teori. Egenkapitalverdien ble beregnet til £137 829 277.

ROIC er beregnet som NOPLAT/ Sysselsattkapital (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Der NOPLAT er resultat før rentekostnader fratrukket skatt.

Tabell 9: Nåverdi superprofittmetoden.

Verdi:	Beløp:
Prognoseperioden:	£45 771 619
Terminalverdi	£47 475 000
Sysselsattkapital 2010	£76 394 000
Rentebærende gjeld	£28 919 000
Egenkapitalverdi	£137 829 277

6.4 P/E-metoden

Siden EBITA resultat ikke oppgis for alle de børsnoterte selskapene så velges av tidsmessige årsaker P/E metoden som sammenligningsgrunnlag i stedet for EBITA/EV.

I beregningen av P/E faktor for de utvalgte lakseselskapene notert på Oslo Børs er det brukt årsresultat for regnskapsåret 2010 og markedsverdien til egenkapitalen per 17. Mars 2011 (Hegnar Online AS, 2011a). Årsresultatene er hentet fra årsrapporter for 2010 og fra 4. Kvartalsrapporter for 2010 for selskapene som ikke har publisert årsrapporter da denne oppgaven ble laget (Bakkafrost, 2011) (Cermaq, 2011) (Grieg Seafood, 2011) (Lerøy Seafood Group, 2011a) (Marine Harvest Group, 2011) (Morpole, 2011b) (Salmar, 2011b) (The Scottish Salmon Company, 2011).

Tabell 10: P/E tall for et utvalg lakseselskaper på Oslo Børs og Oslo Axess. Sortert etter lavest P/E.

Selskap:	Årsresultat 2010	Markedsverdi EK	P/E
Grieg Seafood	631 039 000	2 266 738 600	3,59
Scottish Salmon Company	169 726 700	825 703 233	4,86
Cermaq	1 514 669 000	8 348 125 000	5,51
Lerøy Seafood Group	1 419 507 000	8 186 605 200	5,77
Salmar	957 900 000	6 489 000 000	6,77
Marine Harvest	3 108 500 000	21 878 377 773	7,04
Bakkafrost	276 176 677	2 442 903 250	8,85
Morpol	112 995 363	3 813 806 547	33,75
Veid gjennomsnitt:			8,36

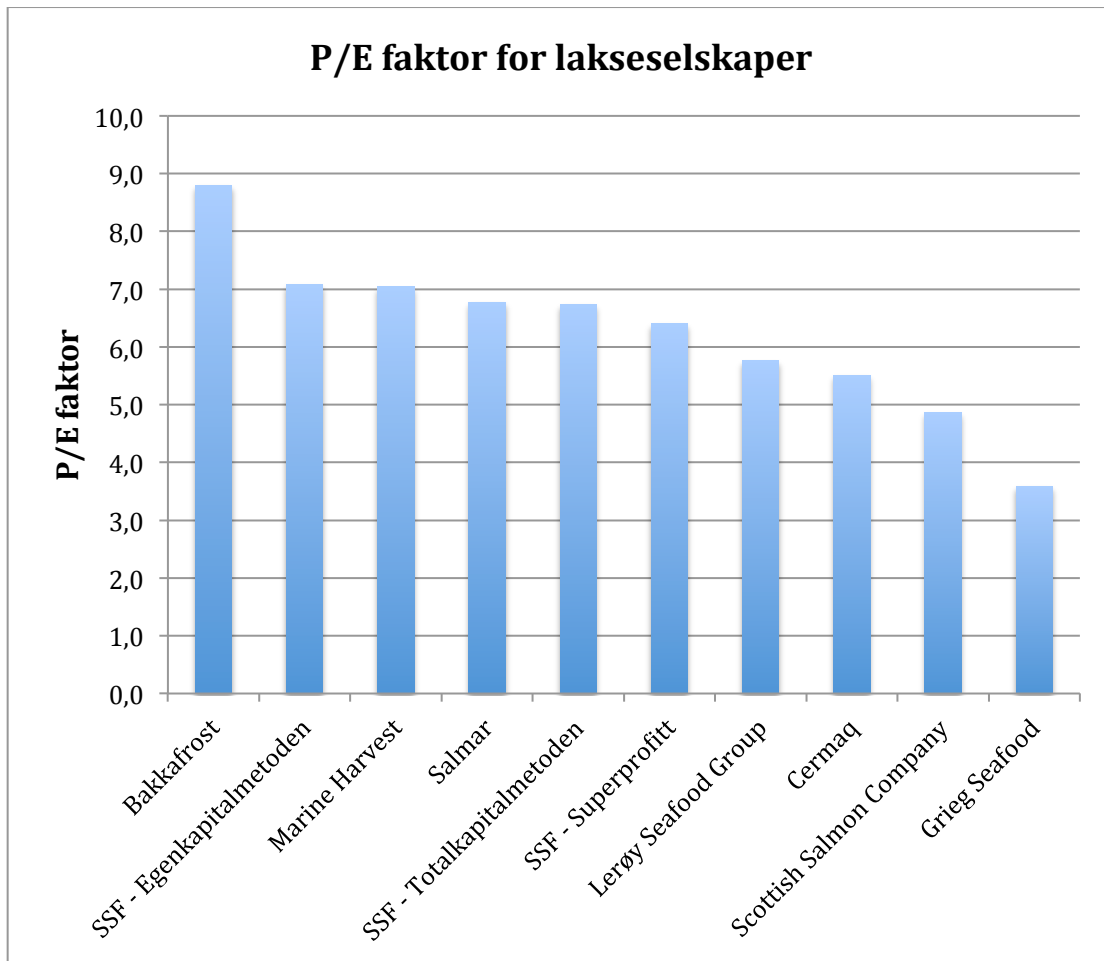
Av tabell 23 ser en at P/E faktoren til Morpol skiller seg fra de andre selskapene. Dette kan ha en sammenheng med at Morpol ikke er et rent lakseoppdrett selskap, men også driver en betydelig andel videreforedling (Morpol ASA, 2010).

P/E faktoren for SSF tar utgangspunkt i de beregnede egenkapitalverdiene fra superprofitt-, egen- og total kapitalmetoden. Som for de øvrige selskapene brukes årsresultatet fra 2010 (Scottish Sea Farms, 2011).

Tabell 11: P/E tall for SSF

Metode:	P/E
SSF - Egenkapitalmetoden	7,1
SSF - Total kapitalmetoden	6,7
SSF - Superprofitt	6,4

En grafisk fremstilling av P/E faktorene til SSF og lakseselskapene i tabell 10 er vist i figur 22.



Figur 22: P/E sammenligning SSF mot lakseselskaper notert på Oslo Børs.

6.5 P/B metoden

Pris/bok forholdet er beregnet som beskrevet i kapittel 3 Metode og teori. I tillegg til P/B faktoren til SSF er det beregnet P/B tall for åtte lakseselskaper fra Oslo Børs samt et veid gjennomsnitt av alle Pris/bok forholdene.

Tabell 12: Forholdstall mellom bokført EK og markedsverdi EK av et utvalg børsnoterte lakseselskaper (Hegnar Online AS, 2011a). Alle tall er oppgitt i 000 NOK.

	Bokført EK	Markedsverdi EK	P/B faktor
Marine Harvest	12 591 400	21 878 378	1,74
Cermaq	5 759 900	8 348 125	1,45
Lerøy Seafood Group	5 994 274	8 186 605	1,37
Salmar	2 623 800	6 489 000	2,47
Morpol	2 044 151	3 813 806	1,87
Bakkafrost	959 494	2 442 903	2,55
Grieg Seafood	1 982 405	2 266 738	1,14
Scottish Salmon Company	575 062	825 703	1,44
Veid gjennomsnitt:			1,74

Selskapene Morpol, Bakkafrost og The Scottish Salmon Company opererer med annen valuta enn NOK i kvartalsrapportene sine. Som omregningskurser er kursene i tabell 1 benyttet. De bokførte egenkapitalverdiene er hentet fra balansen 31.

Desember 2010 i fjerde kvartalsrapportene til de respektive selskapene (Bakkafrost, 2011) (Cermaq, 2011) (Grieg Seafood, 2011) (Lerøy Seafood Group, 2011a) (Morpol, 2011b) (Salmar, 2011b) (The Scottish Salmon Company, 2011) (Marine Harvest Group, 2011).

Den veide gjennomsnitts P/B faktoren for de åtte lakseselskapene er 1,74 per 17. Mars 2011 (Hegnar Online AS, 2011a). Dersom en antar at SSF har samme P/B faktor som det veide gjennomsnitt fra lakseselskapene på Oslo Børs får en følgende EK verdi: $35\,564\,000 \text{ £} * 1,74 = \text{£ } 61\,881\,360$.

Tabell 13: P/B faktor for SSF basert på bokført EK 31.12.2010 og de beregnede EK verdiene. Alle tall er oppgitt i GBP.

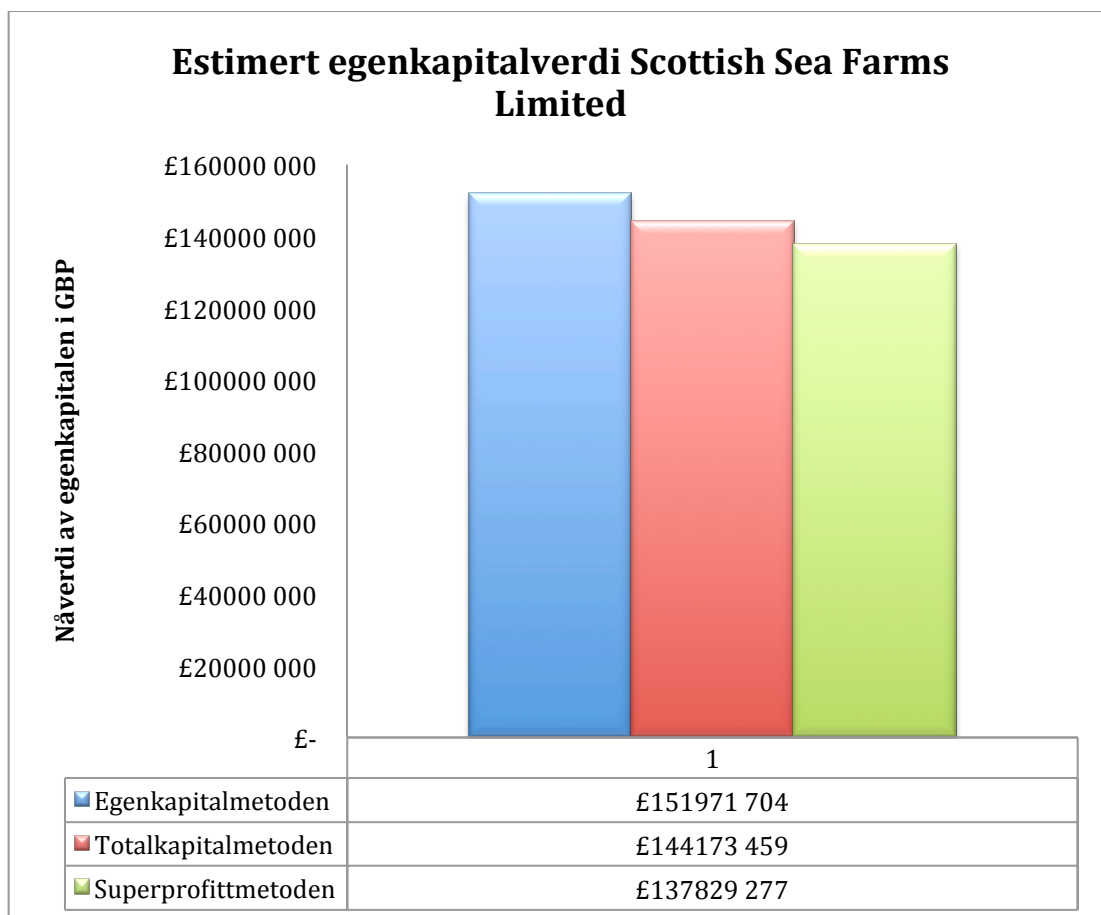
Metode:	Bokført EK	Beregnet EK	P/B faktor
SSF - Egenkapitalmetoden	35 564 000	151 971 704	4,27
SSF - Totalkapitalmetoden	35 564 000	144 173 459	4,05
SSF - Superprofittmetoden	35 564 000	137 829 277	3,88

Av tabell 12 og 13 ser en at P/B faktoren er høyere for SSF enn for de børsnoterteselskapene. Årsaken til dette kan være at LSG og Salmar ikke ønsker å ha mer egenkapital i SSF enn nødvendig, men det blir bare spekulasjoner.

6.5 Oppsummering verdier av SSF

Som vi ser av P/E faktoren til SSF er den i intervallet 6,4 til 7,1 for de tre metodene. Lakseselskapene på Oslo Børs har en beregnet P/E på 3,59 til 8,85, dersom en ser bort i fra Morpol. Dette plasserer SSF omtrent i de øvre midtsjiktet sammenlignet med de andre selskapene.

Med unntak av Morpol er samtlige selskaper priset lavere enn snittet for selskapene i OSEBX indeksen. De lave P/E tallene kan tolkes som om markedet mener sektoren er inne i en høykonjunktur og forventer en nedgang i inntekter i tiden fremover.



Figur 23: Grafisk fremstilling av estimerte verdier for egenkapitalen til SSF.

Verdiberegningene er illustrert grafisk i figur 23. Vi ser at differansen mellom de tre metodene er ca. 14 millioner £.

7. Sensitivitetsanalyse

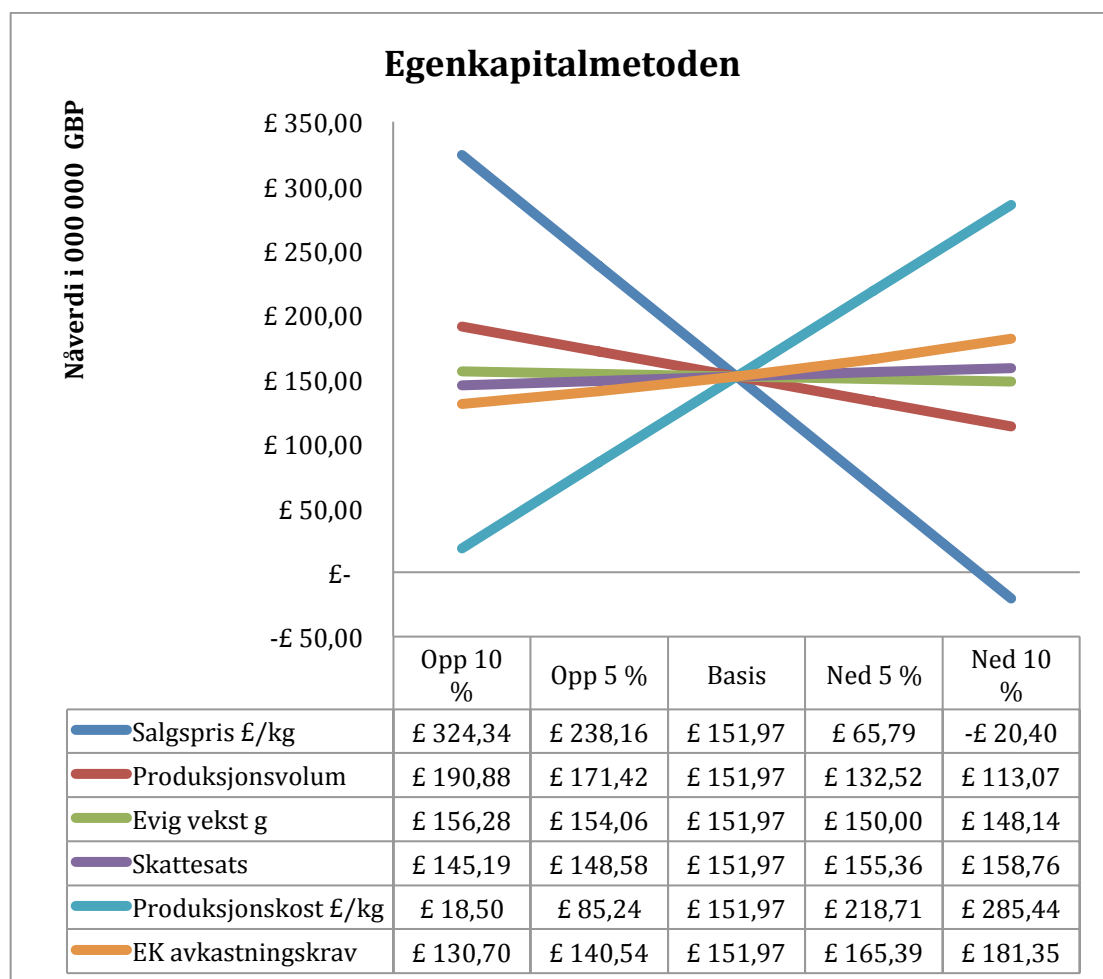
For å kontrollere hvor følsom verdiberegningene er for endringer av variabler i beregningene, så er det gjennomført en sensitivitetsanalyse på pluss minus 5 % og 10 % nivå. Hver variabel er endret hver for seg. Basisverdiene er egenkapitalverdiene beregnet i kapittel 6. Det er gjennomført en sensitivitetsanalyse for hver verdsettelsesmetode.

Parameter som er undersøkt er:

- Salgspris i £/kg
- Produksjonsvolum
- Avkastningskrav
- Den evige vekstfaktoren
- Skattesats
- Produksjonskost i £/kg.

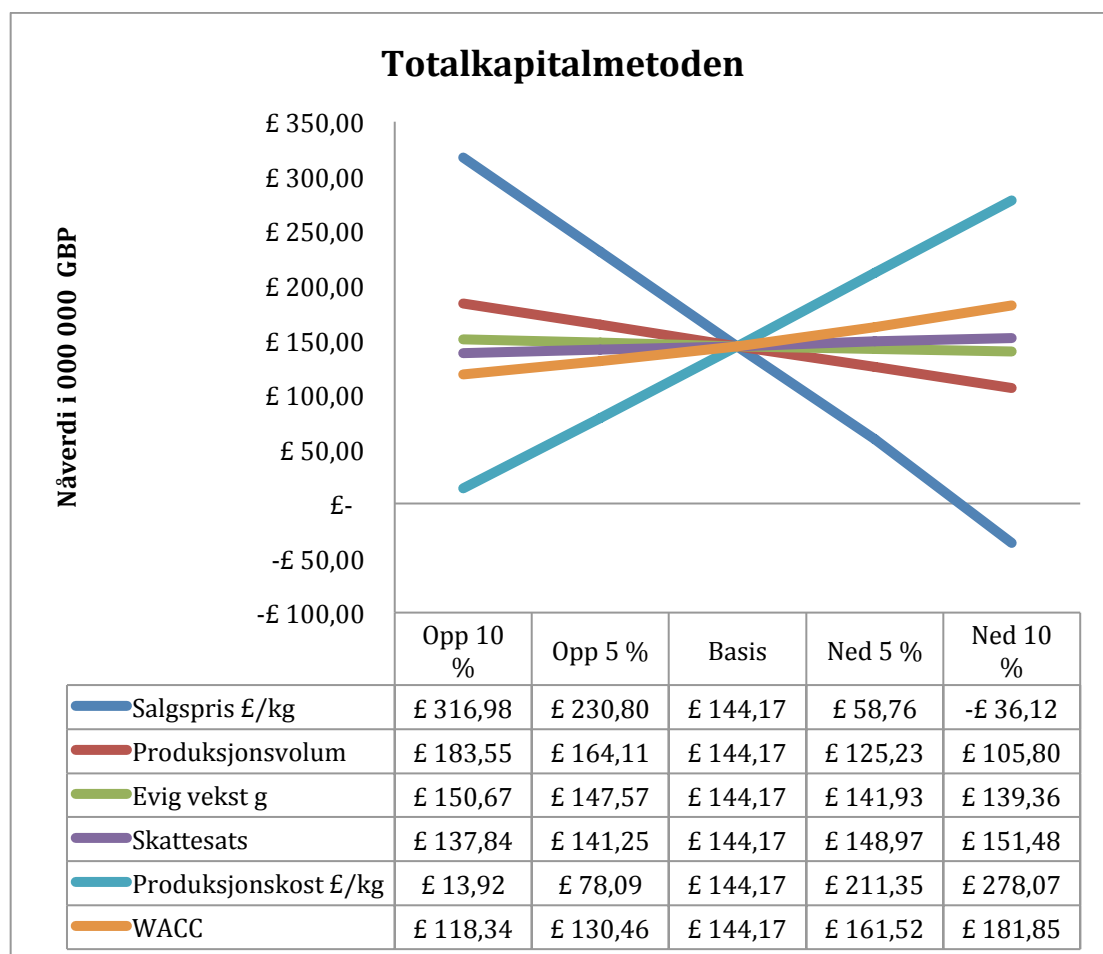
Produksjonskost i £/kg er et resultat av bruttokostnadene i resultatregnskapene til SSF dividert på slaktevolum. Nåverdiene fra endringene er vist under stjernediagrammet i hver figur.

7.1 Egenkapitalmetoden



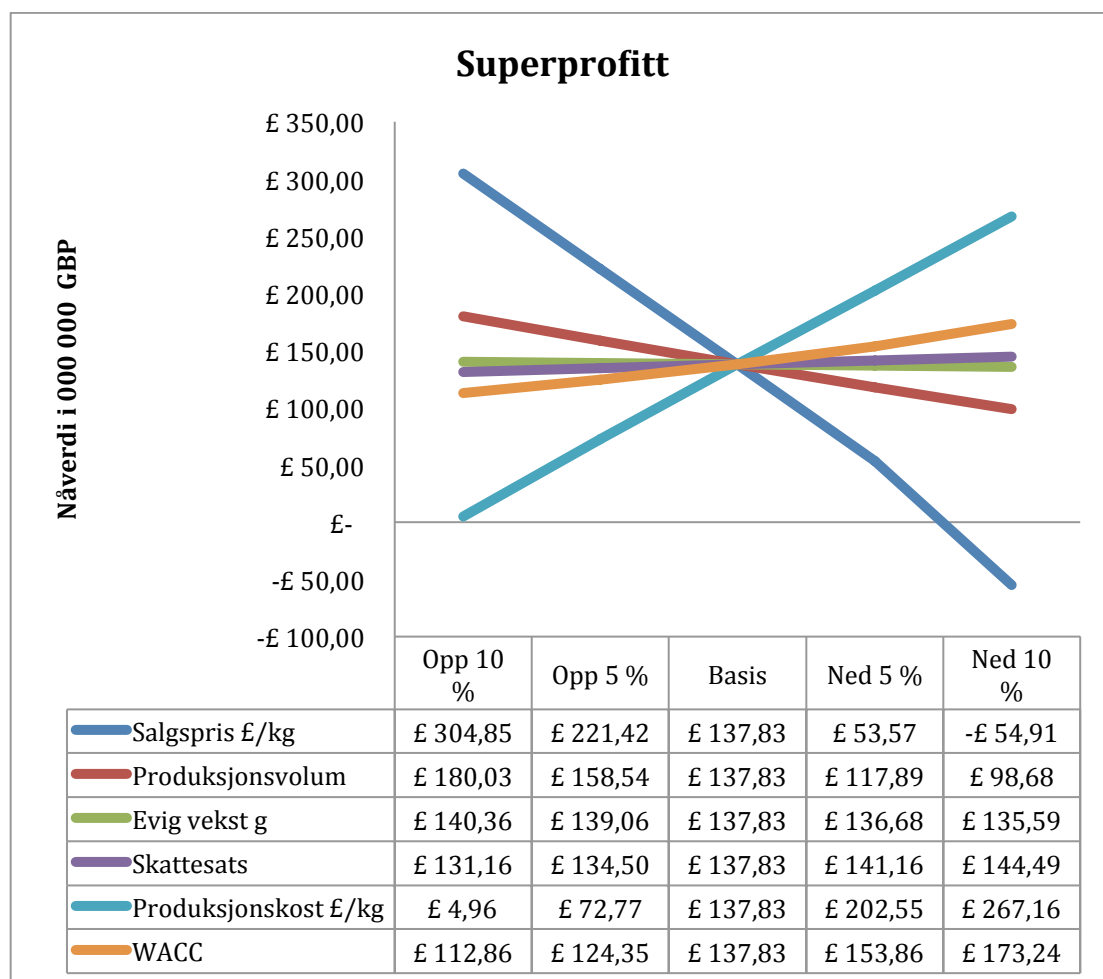
Figur 23: Sensitivitetsanalyse av egenkapitalmetoden som viser påvirkning på nåverdien ved endring + - 5 % og 10 % av ulike parameter.

7.2 Totalkapitalmetoden



Figur 24: Sensitivitetsanalyse av totalkapitalmetoden som viser påvirkning på nåverdien ved endring + - 5% og 10 % av ulike parameter.

7.3 Superprofittmetoden



Figur 25: Sensitivitetsanalyse av superprofittmetoden som viser påvirkning på nåverdien ved endring + -5 % og 10 % av ulike parameter

7.4 Oppsummert

Av stjemediagrammene ser en at det er lakseprisen som har størst innflytelse på nåverdien i samtlige metoder. En reduksjon på 10 % av salgsprisen gir negativ nåverdi i alle metodene og mer en doubler verdien dersom den øker med 10 %. Produksjonskostnaden er den andre variabelen som skiller seg markert fra de andre. Den har nesten like stor innflytelse som lakseprisen på nåverdien, men har marginalt mindre nåverdiintervall enn lakseprisen i alle analysene.

Etter laksepris og produksjonskost følger produksjonsvolum og avkastningskrav som de mest innflytelsesrike variablene, følsomheten er dog betydelig lavere. Den evige

veksten og skattesatsen har minst innflytelse i alle analysene med ett nåverdi intervall på ca. 15 millioner £ rundt basisverdien for begge variablene.

Det observeres ingen markante forskjeller mellom de forskjellige metodene som er brukt. Det er de samme variablene som har størst og minst innflytelse på nåverdien. Superprofittmetoden skiller seg litt fra de to andre ved at avkastningskravet ser ut til å ha en større følsomhet enn for egen- og total kapitalmetoden.

8. Diskusjon og konklusjon

8.1 Diskusjon

Formålet med oppgaven er å beregne egenkapitalverdien til SSF. For å kunne gi et så godt verdianslag som mulig ble egenkapitalen beregnet ved tre ulike verdsettelsesmetoder. Siden de kontantstrømbaserte metodene regnes som de mest korrekte ble henholdsvis superprofitt-, egen- og total kapitalmetoden valgt. Ulempen med å benytte metoder som baserer seg på fremtidige kontantstrømmer er at det er knyttet mye usikkerhet til estimeringen av en budsjettperiode.

Usikkerheten knyttet til en del parameter ble kartlagt i kapittel 7 Sensitivitetsanalyse. Estimert nåverdis følsomhet overfor variabler fra prognoseperioden og fra selve verdiberegningene er dokumentert. Den beregnede egenkapitalverdien fra egenkapitalmetoden ble for eksempel benyttet som markedsverdi i WACC. Usikkerhet tilknyttet avkastningskrav ble avdekket for alle tre metodene i kapittel 7 Sensitivitetsanalyse.

Når denne oppgaven skrives har lakseprisen vært historisk høy i nesten tre år på grunn av Chiles reduksjon av produksjon. En utfordring som oppstår i en slik situasjon er å ikke bli for optimistisk om den fremtidige utviklingen til næringen. Det er lett å la seg rive med da media i denne perioden har vært preget av oppslag om rekordhøy laksepris og selskaper med rekordinntekter. Med bakgrunn i informasjon om lakseprisen, den globale produksjonen og etterspørselen, fra kapittel 2 Om næringen og selskapet, ble det valgt en nøytral utvikling for lakseprisen med sykliske svingninger i hele budsjettperioden. Historisk har lakseprisen og dermed også lønnsomhet, vært syklisk. Den moderne laksenæringen har en relativ kort historie, og det er ikke sikkert de tidligere sykluser med overproduksjon og derav følgende lave priser vil gjenta seg med samme regelmessighet i fremtiden. I sensitivitetsanalysen ble det avdekket at lakseprisen har veldig stor innflytelse på den beregnede nåverdien. Usikkerhet rundt fremtidig laksepris er beskrevet i oppgaven, sammen med konsekvensene denne usikkerheten har for verdivurderingen. Den økonomiske konsekvensen av usikkerheten avhenger av om den er diversifiserbar, det vil si systematisk og derfor korrelert til det generelle markedet, eller unik for bedriften eller bransjen.

Verdivurderinger baseres mye på skjønn og forutsetninger. Noe som også er tilfellet i denne oppgaven. Det er dermed ikke sikkert at andre hadde kommet frem til samme verdianslag av egenkapitalverdien til SSF basert på de samme metodene. For å få en indikasjon om verdianslagene er rimelige ble de estimerte P/E og P/B faktorene til SSF sammenlignet med lignende børsnoterte selskaper. SSF plasserte seg som nummer to, fem og seks, rangert etter høyest P/E, i sammenligning mot syv børsnoterte lakseselskaper, se figur 22. Det er viktig å poengtere at P/E ikke nødvendigvis er en god sammenligning da den blant annet ikke tar hensyn til kapitalstruktur, men det gir en indikasjon. Hvorvidt SSF hadde blitt priset til de estimerte P/E faktorene dersom de var børsnotert er uvisst. Når en ser på marginene i tabell 3 så har samtlige av selskapene med unntak av Scottish Salmon Company høyere EBIT/kg margin enn SSF, noe som indikerer at SSF muligens hadde blitt priset til en lavere P/E faktor enn den estimerte faktoren dersom de var børsnotert.

Nå skal de sies at samtlige lakseselskaper som er brukt oppgaven har en P/E faktor som er lavere enn snittet for OSEBX indeksen per mars 2011. Dette kan tyde på at markedet enten forventer en nedgang i inntekter for lakseselskapene fremover eller at sektoren av andre grunner er underpriset i forhold til inntekter. Min tolkning av markedsprisen for børsnoterte lakseselskaper er at markedet nå har priset inn et fall i produktpris og kontantstrøm i forhold til dagens nivå.

Det estimerte P/B forholdet til SSF er høyere enn P/B faktorene til lakseselskapene som er benyttet i oppgaven. SSF har en relativ lav bokført egenkapital. Dette kan ha en sammenheng med at SSF er et datter-datter selskap og at dermed lite av overskuddet er blitt holdt tilbake i selskapet. Normalt vil dette føre til større risiko for gjeldseiere i selskapet og vil derfor påvirke WACC. I dette selskapet kan det tenkes at gjeldseiere implisitt oppfatter at morselskap vil garantere for gjeld selv med lav egenkapital. Det kan være grunnen til den relativ høye P/B verdien for SSF.

8.2 Konklusjon

Oppgavens problemstilling (ref. Kapittel 1 Innledning):

”Hva er den beregnede egenkapitalverdien til Scottish Sea Farms Limited per 1.1.2011?”

Oppgaven har vist at laksenæringen er syklisk og at foretakets inntekt vil variere. Dette er inkludert i prognoseperioden som er lagt til grunn for den videre verdiberegningen.

Hensyntatt sensitivitetsanalysen som avdekket at de beregnede egenkapitalverdiene er følsom overfor variabler som er estimert i oppgaven, kan det ikke gis noen eksakt verdi på egenkapitalen til SSF. Basert på oppgavens forutsetninger og beregninger er egenkapitalverdiene estimert til henholdsvis 137 829 277 £, 144 173 459 £ og 151 971 704 £.

Basert på oppgavens forutsetninger konkluderes det med at egenkapitalverdien til SSF er i intervallet 137-152 millioner £.

Litteratur og elektroniske kilder

- Asche, F., Hansen, H., Tveteras, R., & Tveterås, S. (2009). The Salmon Disease Crisis in Chile. *Marine Resource Economic*, 24 (4), 405-410.
- Asche, Frank. (2011). *Markedsutsikter - Begrenset produksjonsvekst og sterk etterspørsel*. Solstrand: Universitetet i Stavanger.
- Walker, A. (2009). *Scottish Fish Farm Production Survey - 2009 report*. Scotland: Marine Scotland, The Scottish Government.
- Bakkafrost. (2011). *Condensed Consolidated Interim Report for Q4 2010*. Glyvrrar: Bakkafrost P/F.
- Bank of England. (2011). *Statistical Interactive Database - Official Bank Rate history*. Hentet Mai 2, 2011 fra Bank of England: <http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/iadb/Repo.asp>
- Bloomberg. (2011, Mars 17). *Market Data: Government Bonds: Germany*. Hentet Mars 17, 2011 fra Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>
- Boye, K., & Dahl, G. (1997). Verdsettelsesmodeller. I G. A. Dahl, T. Hansen, R. Hoff, & A. Kinserdal, *VERDSETTELSE I TEORI OG PRAKSIS* (ss. 3-37). Oslo: CAPPELEN AKADEMISKE FORLAG.
- Cermaq. (2011). *4. kvartal 2010*. Oslo: Cermaq ASA.
- Conn, R. (2011c). *Lakseprisen i Skottland*. Mail 6. mai 2011.
- Conn, R. (2011a). *Produksjonsvolum til SSF*. Mail 18. april 2011.
- Conn, R. (2011b). *Smoltsituasjonen i SSF*. Mail 26. januar 2011.
- Eklund, T., & Knutsen, K. (2003). *Regnskapsanalyse med årsoppgjør - Aktiv bruk av regnskapet* (Vol. 7). Oslo: Gyldendal Akademisk AS.
- Eksportutvalget for fisk. (2010). *Figur: Global Atlantic Salmon Production Volume 1000 MT WFE*. Tromsø: Eksportutvalget for fisk.
- Eksportutvalget for Fisk. (2011). *Motatt på mail 18. mars 2011 fra Paul T. Aandahl. Eksport tall: Verdi USD og mengde*. Eksportutvalget for fisk.
- Dagens Næringsliv. (2011). *Aksjekurser: Estimer og anbefalinger*. Hentet Mai 4, 2011 fra DN.no: <http://www.dn.no/finans/aksjekurser/>
- Dagens Næringsliv. (2011a, Mars 2011). *Forsiden: DnB Nor Markets er sterkere i børstroen*. Hentet Mai 5, 2011 fra Dagens Næringsliv: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2107577.ece>
- Fernández, P. (2009). *Market Risk Premium used in 2008 by Professors: a survey with 1,400 answers*. Madrid: IESE Business School.
- Finansavisen. (2011, Mars 15). Oslo Børs: Aksjer: Beta. *Finansavisen*, 44-45.
- Finansdepartementet. (2009). *Statsbudsjettet 2010: 3.23 Inntekter ved tildeling av konsesjoner (kap. 5309 post 29)*. Hentet Mai 2, 2011 fra Finansdepartementet: <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2010/Dokumenter/html/Prop-1-S-Skatte--avgifts--og-tollvedtak/35746/35769/>
- Fish Farmer Magazine. (2010). *Fish Farmer Magazine - Special Edition , Toasting Scotland's aquaculture success*. Hentet April 22, 2011 fra <http://content.yudu.com/Library/A1oqx4/FishfarmerMagazineSp/resources/index.htm?referrerUrl=http%3A%2F%2Fwww.yudu.com%2Fitem%2Fdetails%2F203479%2FFish-farmer-Magazine--Special-Edition>
- Foresight. (2011). *The Future of Food and Farming: Challenges and choices for global sustainability*. London: The Government Office for Science.

- Frisvoll, S. (2003). *Beslutningsprosesser i havbruket - lokale eieres valg i møte med globale forhold*. Trondheim: Stiftelsen norsk senter for bygdeforskning.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (2009). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering* (Vol. 6. opplag). Oslo: CAPPELEN AKADEMISK FORLAG.
- Grieg Seafood. (2011). *4. kvartal 2010*. Bergen: Grieg Seafood ASA.
- Havforskningsinstituttet . (2011). *Team sider: Laks i oppdrett*. Hentet April 29, 2011 fra Havforskningsinstituttet :
http://www.imr.no/temasider/fisk/laks/laks_i_oppdrett/nb-no
- Hydro. (2001, Juli 6). *Pressesenter: Nyheter: Historisk nyhetsarkiv*. Hentet April 26, 2011 fra Hydro: <http://www.hydro.com/no/Pressesenter/Nyheter/Historisk-nyhetsarkiv/2001/Juli/Salget-av-Hydro-Seafood-GSP-gjennomfort/>
- Hegnar Online AS. (2011). *Valuta*. Hentet Mars 17, 2011 fra Hegnar Online:
<http://www.hegnar.no/okonomi/valuta/>
- Hegnar Online AS. (2011b, Januar 13). *Børs og Finans: Analytiker: - Ikke billig oppkjøp*. Hentet Mai 2, 2011 fra Hegnar Online:
<http://www.hegnar.no/bors/article548259.ece>
- Hegnar Online AS. (2011a). *Hegnar Online: Aksjekurser: Ticker: Om selskapet*. Hentet Mars 17, 2011 fra Hegnar Online: <http://www.hegnar.no/netfonds/aksjekurser/>
- Holberg Fondene. (2008, Juli 11). *Ukens HolbergGraf: PDF rapport*. Hentet Mai 3, 2011 fra Libere kapitalforum AS: <http://www.libere.no/2008/07/ukens-holberggraf-28/>
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (Vol. 2). Høyskoleforlaget.
- Johnsen, T. (1997). Avkastningskrav. I G. A. Dahl, T. Hansen, R. Hoff, & A. Kinserdal, *VERDSETTELSE I TEORI OG PRAKSIS* (ss. 39-73). Oslo: Cappelen akademiske forlag.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *VALUATION - Measuring and managing the value of companies* (Vol. Fifth editon). New Jersey: John Wiley & sons, INC .
- Kontali Analyse. (2009). *Salmon World 2009*. Kristiansund: Kontali Analyse AS.
- Kristoffersen, T. (2008). *Årsregnskapet - En grunnleggende innføring* (Vol. 2.utgave). Bergen: FAGBOKFORLAGET.
- Lerøy Seafood Group. (2006). *Årsrapport 2005*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.
- Lerøy Seafood Group. (2007). *Årsrapport 2006*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.
- Lerøy Seafood Group. (2009). *Årsrapport 2008*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.
- Lerøy Seafood Group. (2008). *Årsrapport 2007*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.
- Lerøy Seafood Group. (2010). *Årsrapport 2009*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.
- Lerøy Seafood Group. (2011b). *Årsrapport 2010*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.
- Lerøy Seafood Group. (2011a). *Fjerde kvartal år 2010*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.
- Lovdata. (2011, April 27). *Aksjeloven - §8-1, 2. ledd*. Hentet April 29, 2011 fra LovData:
<http://www.lovdata.no/all/tl-19970613-044-039.html#8-1>
- Nutreco. (2000). *Press Room: Press releases*. Hentet April 26, 2011 fra Nutreco:
http://www.nutreco.com/index.php?option=com_content&task=view&id=193&Itemid=33
- Netfonds. (2011). *Marked: Norge: Oslo Axxess: SSC*. Hentet Mars 21, 2011 fra Netfonds:
<http://hopey.netfonds.no/ppaper.php?paper=SSC.OAX>
- NOS Clearing. (2011). *Products and Services: Members' Area: NOS Salmon Report: Historical data*. Hentet April 30, 2011 fra NOS Clearing:
<http://www.nosclearing.com/nos-salmon-report/category1116.html>

Norges Bank. (2001, Mai 29). *Publisert: Artikler og kroniker: Inflasjonsmål - hvordan settes renten*. Hentet Mai 13, 2011 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/artikler-og-kronikker/art-2001-05-29.html/>

Norges Bank. (2011, April). *Prisstabilitet: Valutakurser: USD: Månedsgjennomsnitt*. Hentet April 30, 2011 fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/usd/mnd/>

Marine Harvest ASA. (2007). *Fjerde kvartal 2006*. Oslo: Marine Harvest ASA.

Marine Harvest Group. (2011). *Investor: Reports: Interim Report Q4*. Hentet May 3, 2011 fra Marine Harvest: <http://marineharvest.com/en/Investor1/Reports/>

Marine Harvest. (2008, Februar 1). *Seafood Value Chain: Freshwater*. Hentet April 29, 2011 fra Marine Harvest: <http://marineharvest.com/en/Seafood-Value-Chain1/Freshwater/>

McCormick, S. D., Hansen, L. P., Quinn, T. P., & Saunders, R. D. (1998). Movement, migration, and smolting of Atlantic salmon (*Salmo salar*). *Canadian Journal of Fisheries and Aquatic Sciences*, 55, 77-92.

Morpol ASA. (2010). *About Morpol: Company structure*. Hentet Mai 12, 2011 fra Morpol: <http://morpol.com/about-morpol/company-structure.html>

Morpol ASA. (2011a). *News: Press Releases*. Hentet April 26, 2011 fra Morpol: <http://morpol.com/news/press-releases.html>

Morpol. (2011b). *FOURTH QUARTER 2010 REPORT*. Oslo: Morpol ASA.

Morpol. (2011, Januar 13). *Investor relations: Notification*. Hentet April 29, 2011 fra Morpol: <http://morpol.com/investor-relations/notification.html>

Office for National Statistics. (2011, April 12). *Economy: Inflation*. Hentet May 11, 2011 fra Office for National Statistics: <http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=19>

Oslo Børs. (2011). *Kurser og marked: Aksjer*. Hentet Mars 21, 2011 fra Oslo Børs: http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=SSC&newt__menuCtx=1.1.20

Oslo Børs. (2003, Februar 26). *Om oss: Mini leksikon: OSEBX*. Hentet Mai 11, 2011 fra Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon>

Salmar. (2011a). *About Salmar: Executive Management*. Hentet Mai 1, 2011 fra Salmar: <http://salmar.no/About-SalMar/Executive-Management>

Salmar. (2011b). *Quarterly Report - Fourth quarter 2010*. Kverva: Salmar ASA.

Scottish Sea Farms . (2006). *Report and Financial Statements - 31. December 2005*. Stirling: Scottish Sea Farms Ltd.

Scottish Sea Farms. (2010a). *Corporate: Investor Relations: Key Facts*. Hentet April 29, 2011 fra Scottish Sea Farms: <http://www.scottishseafarms.com/en/corporate/investor-relations/key-facts-and-kpis.html>

Scottish Sea Farms. (2010b). *Corporate: Investor Relations: The Story So Far*. Hentet April 26, 2011 fra Scottish Sea Farms: <http://www.scottishseafarms.com/en/corporate/investor-relations/the-story-so-far.html>

Scottish Sea Farms. (2010c). *Integrated Value Chain*. Hentet April 29, 2011 fra Freshwater: <http://www.scottishseafarms.com/en/integrated-value-chain/freshwater.html>

Scottish Sea Farms. (2010d). *Integrated Value Chain: Logistics: Processing*. Hentet April 29, 2011 fra Scottish Sea Farms:

- <http://www.scottishseafarms.com/en/integrated-value-chain/logistics/processing.html>
- Scottish Sea Farms. (2011c). *Kart mottatt på mail 26. januar 2011 fra UK Sales & Commercial Manager Rory Conn i SSF: PPT presentasjon om SSF*. Stirling: Scottish Sea Farms Ltd.
- Scottish Sea Farms. (2010e). *Scottish Salmon: Salmon lifecycle*. Hentet April 29, 2011 fra Scottish Sea Farms: <http://www.scottishseafarms.com/en/our-scottish-salmon/salmon-lifecycle.html>
- Scottish Sea Farms. (2009). *Report and Financial Statements - 31. December 2008*. Stirling: Scottish Sea Farms Ltd.
- Scottish Sea Farms. (2008). *Report and Financial Statements - 31. December 2007*. Stirling: Scottish Sea Farms Ltd.
- Scottish Sea Farms. (2010f). *Report and Financial Statements - 31. December 2009*. Stirling: Scottish Sea Farms Ltd.
- Scottish Sea Farms. (2011). *Report and Financial Statements - 31. December 2010*. Stirling: Scottish Sea Farms Limited .
- Scottish Sea Farms. (2007). *Report and Financial Statements - 31. Decembert 2006*. Stirling: Scottish Sea Farms Ltd.
- Shangina, O., Øksenvåg, J. E., Kjønhaug, A. F., Vang, T. A., & Lassen, T. (2009). *Salmon World 2009*. Kristiansund: Kontali Analyse AS.
- Store Norske Leksikon - Abraham Hallenstvedt. (2011). *Søk: Fiskeoppdrett*. Hentet April 29, 2011 fra Store Norske Leksikon - Norges ledende oppslagsverk gjennom 100 år: <http://www.snl.no/fiskeoppdrett>
- Rana, K. (2007). *REGIONAL REVIEW ON AQUACULTURE DEVELOPMENT 6. WESTERN-EUROPEAN REGION – 2005*. Rome: FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION OF THE UNITED NATIONS.
- Ryan, B., Scapens, R. W., & Theobald, M. (2002). *Research Method & Methodology in Finance & Accounting* (2nd Edition. utg.). Singapore: SOUTH- WESTERN CENGAGE Learning.
- The University of Wisconsin. (2011, April 4). *The Writer's handbook - Writing scientific reports*. Hentet April 22, 2011 fra The writing center @ The University of Wisconsin - Madison: <http://writing.wisc.edu/Handbook/ScienceReport.html>
- The Fish Site. (2009, April 20). *Latest News: Companies Unite to Synchronise Stocking*. Hentet April 29, 2011 fra The Fish Site: <http://www.thefishsite.com/fishnews/9646/companies-unite-to-synchronise-stocking>
- The Scottish Salmon Company. (2011). *Fourth Quarter Report 2010*. Edinburgh: The Scottish Salmon Company Limited.

Vedlegg

Vedlegg 1: Resultatregnskap 2005 – 2010. Alle tall i 000.

Vedlegg 2: Balanse 2005 -2010. Alle tall i 000.

Vedlegg 3: Prognoseperiode: Resultatregnskap 2011 – 2015

Vedlegg 4: Prognoseperiode: Resultatregnskap 2016 – 2020

Vedlegg 5: Prognoseperiode: Resultatregnskap 2021 – 2025

Vedlegg 6: Prognoseperiode: Resultatregnskap 2026 – 2030

Vedlegg 7: Prognoseperiode: Relevante balanse tall 2011 – 2015. Alle tall i 000.

Vedlegg 8: Prognoseperiode: Relevante balanse tall 2016 – 2020. Alle tall i 000.

Vedlegg 9: Prognoseperiode: Relevante balanse tall 2021 – 2025. Alle tall i 000.

Vedlegg 10: Prognoseperiode: Relevante balanse tall 2026 – 2030. Alle tall i 000.

Vedlegg 11: Beregning Egenkapitalmetoden 2011 -2030, alle tall i 000.

Vedlegg 12: Beregning Totalkapitalmetoden 2011 -2030, alle tall i 000.

Vedlegg 13: Beregning Superprofittmetoden 2011 -2030, alle tall i 000.

Vedlegg 1: Resultatregnskap 2005 – 2010. Alle tall i 000.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Omsetning	£66 127	£66 990	£72 207	£74 717	£93 968	£109 992
Salgskostnader	£50 983	£44 004	£54 270	£63 782	£69 023	£71 658
Brutto inntekter	£15 144	£22 986	£17 937	£10 935	£24 945	£38 334
Distribusjons kostnader	£3 699	£3 371	£4 224	£4 135	£4 649	£5 419
Administrasjons kostnader	£1 750	£1 711	£1 696	£1 574	£3 963	£3 531
Driftsresultat	£9 695	£17 904	£12 017	£5 226	£16 333	£29 384
Bank lån renter	£1 131	£768	£648	£1 268	£624	£523
Kassekreditt renter	£946	£723	£1 106	£1 236	£387	£47
Finanskostnader tilknyttet finansiell leasing og kjøpskontrakter	£-	£-	£-	£-	£101	£83
Sum rentekostnader	£2 077	£1 491	£1 754	£2 504	£1 112	£653
Renter på pensjonsordning	-£214	-£274	-£287	-£327	-£312	-£399
Forventet avkastning på pensjonsmidler	£242	£292	£368	£389	£284	£418
Andre finans kostnader/inntekter	£28	£18	£81	£62	-£28	£19
Ordinært resultat før skatt	£7 646	£16 431	£10 344	£2 784	£15 249	£28 750
Selskapsskatt skatt	£1 223	£4 608	£2 735	£655	£4 189	£7 297
For mye betalt skatt tidligere år	£-	-£127	£13	-£154	-£141	-£4
Midlertidige forskjeller	-£562	£766	£540	£225	£116	-£18
Effekt av endring på skattesatser	£-	£-	£-	£-	-£2	£-
Sum skatt	£661	£5 247	£3 288	£726	£4 162	£7 275
Resultat etter skatt	£6 985	£11 184	£7 056	£2 058	£11 087	£21 475

Vedlegg 2: Balanse 2005 -2010. Alle tall i 000.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Anleggsmidler:						
Immaterielle eiendeler	£152	£84	£3 672	£7 665	£7 417	£6 852
Materielle eiendeler	£9 487	£11 402	£20 543	£22 363	£21 771	£21 640
Omløpsmidler:						
Biomasse og for	£23 113	£33 379	£39 902	£44 017	£46 075	£42 992
Fordringer	£7 942	£8 614	£7 505	£9 690	£11 798	£12 448
Kontanter	£3 929	£27	£618	£2	£2	£71
Kreditorer: Forfaller innen 1 år	£37 556	£30 339	£40 698	£35 431	£33 574	£22 084
Netto omløpsmidler	-£2 572	£11 681	£7 327	£18 278	£24 301	£33 427
Totale eiendeler fratrukket kortsiktig gjeld	£7 067	£23 167	£31 542	£48 306	£53 489	£61 919
Totale Eiendeler	£44 623	£53 506	£72 240	£83 737	£87 063	£84 003
Kreditorer: Forfall etter 1 år	£3 066	£7 637	£8 312	£22 636	£27 150	£24 966
Avsetning for forpliktelser	£-	£171	£771	£910	£943	£746
Avsetninger og utsatt inntekt	£214	£465	£617	£1 060	£849	£643
Netto eiendeler	£3 787	£14 894	£21 842	£23 700	£24 547	£35 564
Pensjonsforpliktelser	£662	£77	£-	£20	£485	£-
Netto eiendeler inkludert pensjonsforpliktelser	£3 125	£14 817	£21 842	£23 680	£24 062	£35 564
Kapital og reserver:						
Kalt opp aksjekapital	£21 400	£21 400	£21 400	£21 400	£21 400	£21 400
Overkursfond	£1 600	£1 600	£1 600	£1 600	£1 600	£1 600
Resultatregnskap	£19 875	£8 183	£1 158	£680	£1 062	£12 564
Egenkapital	£3 125	£14 817	£21 842	£23 680	£24 062	£35 564

Vedlegg 3: Prognoseperiode: Resultatregnskap 2011 – 2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Omsetning	£94 300	£99 900	£92 664	£84 689	£100 225
Cost of sales	£62 826	£73 753	£76 703	£79 771	£82 962
Brutto inntekter	£31 474	£26 147	£15 961	£4 918	£17 264
Distribusjons kostnader	£5 690	£5 974	£6 273	£6 587	£6 916
Administrasjons kostnader	£3 708	£3 893	£4 088	£4 292	£4 507
Driftsresultat	£22 076	£16 280	£5 601	-£5 960	£5 841
Rentekost	£686	£720	£756	£794	£833
Renter på pensjonsordning	-£399	-£399	-£399	-£399	-£399
Forventet avkastning på pensjonsmidler	£418	£418	£418	£418	£418
Andre finans kostnader/inntekter	£30	£30	£30	£30	£30
Ordinært resultat før skatt	£21 342	£15 511	£4 796	-£6 803	£4 959
Selskapsskatt UK	£5 762	£4 033	£1 199	-£1 633	£1 190
Resultat etter skatt	£15 579	£11 478	£3 597	-£5 170	£3 769

Vedlegg 4: Prognoseperiode: Resultatregnskap 2016 – 2020

	2016	2017	2018	2019	2020
Omsetning	£116 869	£134 683	£126 405	£117 250	£107 159
Cost of sales	£86 280	£89 731	£93 321	£97 053	£100 936
Brutto inntekter	£30 589	£44 952	£33 085	£20 196	£6 223
Distribusjons kostnader	£7 262	£7 625	£8 006	£8 407	£8 827
Administrasjons kostnader	£4 732	£4 968	£5 217	£5 478	£5 752
Driftsresultat	£18 595	£32 359	£19 862	£6 312	-£8 355
Rentekost	£875	£919	£965	£1 013	£1 064
Renter på pensjonsordning	-£399	-£399	-£399	-£399	-£399
Forventet avkastning på pensjonsmidler	£418	£418	£418	£418	£418
Andre finans kostnader/inntekter	£30	£30	£30	£30	£30
Ordinært resultat før skatt	£17 671	£31 391	£18 848	£5 250	-£9 468
Selskapsskatt UK	£4 241	£7 534	£4 523	£1 260	-£2 272
Resultat etter skatt	£13 430	£23 857	£14 324	£3 990	-£7 196

Vedlegg 5: Prognoseperiode: Resultatregnskap 2021 – 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Omsetning	£124 988	£143 642	£163 150	£150 913	£137 963
Cost of sales	£103 459	£106 045	£108 697	£111 414	£114 199
Brutto inntekter	£21 529	£37 596	£54 453	£39 499	£23 764
Distribusjons kostnader	£9 048	£9 274	£9 506	£9 743	£9 987
Administrasjons kostnader	£5 895	£6 043	£6 194	£6 349	£6 507
Driftsresultat	£6 586	£22 279	£38 753	£23 407	£7 270
Rentekost	£1 090	£1 118	£1 145	£1 174	£1 203
Renter på pensjonsordning	-£399	-£399	-£399	-£399	-£399
Forventet avkastning på pensjonsmidler	£418	£418	£418	£418	£418
Andre finans kostnader/inntekter	£30	£30	£30	£30	£30
Ordinært resultat før skatt	£5 447	£21 113	£37 559	£22 184	£6 017
Selskapsskatt UK	£1 362	£5 489	£10 141	£6 212	£1 685
Resultat etter skatt	£4 085	£15 624	£27 418	£15 973	£4 332

Vedlegg 6: Prognoseperiode: Resultatregnskap 2026 – 2030

	2026	2027	2028	2029	2030
Omsetning	£124 272	£144 948	£166 580	£189 203	£167 047
Cost of sales	£117 054	£119 981	£122 980	£126 055	£129 206
Brutto inntekter	£7 217	£24 967	£43 600	£63 149	£37 841
Distribusjons kostnader	£10 237	£10 493	£10 755	£11 024	£11 299
Administrasjons kostnader	£6 670	£6 837	£7 008	£7 183	£7 363
Driftsresultat	-£9 689	£7 638	£25 837	£44 942	£19 179
Rentekost	£1 234	£1 264	£1 296	£1 328	£1 362
Renter på pensjonsordning	-£399	-£399	-£399	-£399	-£399
Forventet avkastning på pensjonsmidler	£418	£418	£418	£418	£418
Andre finans kostnader/inntekter	£30	£30	£30	£30	£30
Ordinært resultat før skatt	-£10 972	£6 324	£24 492	£43 565	£17 768
Selskapsskatt UK	-£3 072	£1 771	£6 858	£12 198	£4 975
Resultat etter skatt	-£7 900	£4 554	£17 634	£31 367	£12 793

Vedlegg 7: Prognoseperiode: Relevante balanse tall 2011 – 2015. Alle tall i 000.

	2011	2012	2013	2014	2015
Anleggsmidler:					
Immaterielle eiendeler:					
Group goodwill 1.1	£9 447	£9 920	£10 416	£10 936	£11 483
Amortisering	£2 267	£2 381	£2 500	£2 625	£2 756
Sum immaterielle 31.12	£7 180	£7 539	£7 916	£8 312	£8 727
Materielle eiendeler:					
Sum materielle	£22 737	£23 873	£25 067	£26 320	£27 636
Sum Anleggsmidler	£29 917	£31 412	£32 983	£34 632	£36 364
Sum omløpsmidler	£58 287	£61 201	£64 261	£67 474	£70 848
Totale Eiendeler:	£88 203	£92 613	£97 244	£102 106	£107 211
Sum kreditorer:	£33 958	£35 656	£37 439	£39 311	£41 276
Forfaller innen 1 år					
Netto omløpsmidler	£24 328	£25 545	£26 822	£28 163	£29 571
Totale eiendeler fratrukket kortsiktig gjeld	£54 245	£56 957	£59 805	£62 795	£65 935
Egenkapital	£37 342	£39 209	£41 170	£43 228	£45 390

Vedlegg 8: Prognoseperiode: Relevante balanse tall 2016 – 2020. Alle tall i 000.

	2016	2017	2018	2019	2020
Anleggsmidler:					
Immaterielle eiendeler:					
Group goodwill 1.1	£12 057	£12 660	£13 293	£13 958	£14 656
Amortisering	£2 894	£3 038	£3 190	£3 350	£3 517
Sum immaterielle 31.12	£9 164	£9 622	£10 103	£10 608	£11 139
Materielle eiendeler:					
Sum materielle	£29 018	£30 469	£31 993	£33 592	£35 272
Sum Anleggsmidler	£38 182	£40 091	£42 096	£44 200	£46 410
Sum omløpsmidler	£74 390	£78 110	£82 015	£86 116	£90 422
Totale Eiendeler:	£112 572	£118 201	£124 111	£130 316	£136 832
Sum kreditorer:	£43 340	£45 507	£47 783	£50 172	£52 680
Forfaller innen 1 år					
Netto omløpsmidler	£31 050	£32 602	£34 232	£35 944	£37 741
Totale eiendeler fratrukket kortsiktig gjeld	£69 232	£72 693	£76 328	£80 144	£84 152
Egenkapital	£47 659	£50 042	£52 544	£55 171	£56 551

Vedlegg 9: Prognoseperiode: Relevante balanse tall 2021 – 2025. Alle tall i 000.

	2021	2022	2023	2024	2025
Anleggsmidler:					
Immaterielle eiendeler:					
Group goodwill 1.1	£15 022	£15 398	£15 783	£16 177	£16 582
Amortisering	£3 605	£3 695	£3 788	£3 883	£3 980
Sum immaterielle 31.12	£11 417	£11 702	£11 995	£12 295	£12 602
Materielle eiendeler:					
Sum materielle	£36 154	£37 058	£37 984	£38 934	£39 907
Sum Anleggsmidler	£47 571	£48 760	£49 979	£51 228	£52 509
Sum omløpsmidler	£92 682	£94 999	£97 374	£99 808	£102 304
Totale Eiendeler:	£140 253	£143 759	£147 353	£151 037	£154 813
Sum kreditorer:	£53 997	£55 347	£56 731	£58 149	£59 603
Forfaller innen 1 år					
Netto omløpsmidler	£38 685	£39 652	£40 643	£41 659	£42 701
Totale eiendeler fratrukket kortsiktig gjeld	£86 255	£88 412	£90 622	£92 888	£95 210
Egenkapital	£57 964	£59 414	£60 899	£62 421	£63 982

Vedlegg 10: Prognoseperiode: Relevante balanse tall 2026 – 2030. Alle tall i 000.

	2026	2027	2028	2029	2030
Anleggsmidler:					
Immaterielle eiendeler:					
Group goodwill 1.1	£16 996	£17 421	£17 857	£18 303	£18 761
Amortisering	£4 079	£4 181	£4 286	£4 393	£4 503
Sum immaterielle 31.12	£12 917	£13 240	£13 571	£13 910	£14 258
Materielle eiendeler:					
Sum materielle	£40 905	£41 927	£42 975	£44 050	£45 151
Sum Anleggsmidler	£53 822	£55 167	£56 547	£57 960	£59 409
Sum omløpsmidler	£104 861	£107 483	£110 170	£112 924	£115 747
Totale Eiendeler:	£158 683	£162 650	£166 717	£170 884	£175 157
Sum kreditorer:	£61 093	£62 620	£64 186	£65 791	£67 435
Forfaller innen 1 år					
Netto omløpsmidler	£43 768	£44 862	£45 984	£47 134	£48 312
Totale eiendeler fratrukket kortsiktig gjeld	£97 590	£100 030	£102 531	£105 094	£107 721
Egenkapital	£65 582	£67 221	£68 902	£70 624	£72 390

Vedlegg 11: Beregning Egenkapitalmetoden 2011 -2030, alle tall i 000.

År	Kontantoverskudd	Avkastningskrav EK	Nåverdi
2011	£15 038	6,76 %	£14 086
2012	£9 603	6,76 %	£8 426
2013	£1 628	6,77 %	£1 338
2014	-£7 237	6,77 %	-£5 569
2015	£1 598	6,77 %	£1 152
2016	£11 151	6,77 %	£7 527
2017	£21 464	6,77 %	£13 570
2018	£11 812	6,77 %	£6 994
2019	£1 352	6,77 %	£750
2020	-£9 965	6,77 %	-£5 176
2021	£2 631	6,77 %	£1 280
2022	£14 133	6,77 %	£6 439
2023	£25 890	6,77 %	£11 048
2024	£14 407	6,77 %	£5 758
2025	£2 727	6,77 %	£1 021
2026	-£9 545	6,77 %	-£3 347
2027	£2 867	6,77 %	£941
2028	£15 906	6,77 %	£4 892
2029	£29 595	6,77 %	£8 525
2030	£10 977	6,77 %	£2 961
	Terminalverdi		£69 355
	Egenkapitalverdi		£151 972

Vedlegg 12: Beregning Totalkapitalmetoden 2011 -2030, alle tall i 000.

År	Kontantoverskudd	WACC	Nåverdi
2011	£8 854	6,09 %	£13 505
2012	£839	6,09 %	£7 866
2013	-£8 068	6,11 %	£702
2014	£723	6,11 %	-£6 363
2015	£10 230	6,11 %	£537
2016	£20 494	6,11 %	£7 165
2017	£10 791	6,11 %	£13 528
2018	£278	6,11 %	£6 712
2019	-£11 096	6,11 %	£163
2020	£2 593	6,11 %	-£6 130
2021	£14 092	6,11 %	£1 350
2022	£25 847	6,11 %	£6 914
2023	£14 362	6,11 %	£11 950
2024	£2 680	6,11 %	£6 257
2025	-£9 595	6,11 %	£1 100
2026	£2 815	6,11 %	-£3 713
2027	£15 851	6,11 %	£1 026
2028	£29 537	6,11 %	£5 447
2029	£10 917	6,11 %	£9 565
2030	£10 917	6,11 %	£3 331
	Terminalverdi		£92 179
	Sum nåverdi totalkapitalen		£173 092
	Rentebærende gjeld		£28 919
	Egenkapitalverdi		£144 173

Vedlegg 13: Beregning Superprofittmetoden 2011 -2030, alle tall i 000.

År:	Sysselsattkapital	ROIC	WACC	Superprofitt	Diskontering	Nåverdi
2011	£73 496	22 %	6,09 %	£11 839	1,06	£11 159
2012	£77 171	16 %	6,09 %	£7 544	1,13	£6 702
2013	£79 157	5 %	6,11 %	-£548	1,19	-£448
2014	£82 323	-5 %	6,11 %	-£9 530	1,27	-£7 272
2015	£85 616	5 %	6,11 %	-£811	1,35	-£578
2016	£89 040	15 %	6,11 %	£8 619	1,43	£5 730
2017	£92 602	25 %	6,11 %	£18 803	1,52	£11 669
2018	£96 306	15 %	6,11 %	£9 015	1,61	£5 222
2019	£100 158	5 %	6,11 %	-£1 587	1,71	-£858
2020	£104 165	-5 %	6,11 %	-£13 054	1,81	-£6 588
2021	£106 769	4 %	6,11 %	-£1 921	1,92	-£914
2022	£109 438	14 %	6,11 %	£9 466	2,04	£4 243
2023	£112 174	23 %	6,11 %	£21 105	2,16	£8 914
2024	£114 978	14 %	6,11 %	£9 501	2,30	£3 782
2025	£117 853	4 %	6,11 %	-£2 302	2,44	-£864
2026	£120 799	-5 %	6,11 %	-£14 702	2,58	-£5 197
2027	£123 819	4 %	6,11 %	-£2 420	2,74	-£806
2028	£126 915	14 %	6,11 %	£10 486	2,91	£3 292
2029	£130 087	23 %	6,11 %	£24 038	3,09	£7 111
2030	£133 340	10 %	6,11 %	£5 280	3,28	£1 472
Terminalverdi:				£146 094	3,28	£44 583
Sum nåverdi superprofitt:						£90 354
Sysselsattkapital 2010						£76 394
Gjeld						£28 919
Egenkapitalverdi						£137 829

