

Verdsettelse av SinkaBerg-Hansen AS

Mai 2010

EK 208E 003

**Thomas
Williksen**

Geir Andreassen

Abstract.

This report focuses on the company SinkaBerg-Hansen AS, and the topic is a valuation of the company. SinkaBerg-Hansen AS is a small, but well-established firm in the salmon industry. The company has a long tradition, and they are perfectly located in central Norway. They are following the product from beginning to end. We expect the potential is good, and the opportunity to increase their profit in the future exist.

The calculation of yield is based on CAPM and WACC, and is the most important part of the valuation.

The valuation is based on discounted cash flow model (DCF). The result of the valuation gave us a value of the equity on NOK (in 1000) 681 000. This is 2.4 times more than the equity/asset ratio reported to the financial statement for 2008.

By means of future budget figures, we found out the future cash flow, and by using a discount rate we found net present value.

Førord

Oppgaven er en del av avslutningen av vår Bachelor i økonomi og ledelse, med profilering innen økonomistyring og regnskap. Oppgaven er en videreføring av profileringen og utgjør 15 studiepoeng. Gjennom oppgaven vil vi få vise den kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom 3 år på Handelshøyskolen i Bodø.

Oppgaven har til formål å gi en verdivurdering av oppdrettsselskapet SinkaBerg-Hansen AS. Dette har blitt gjort etter å ha utarbeidet prognoser for den fremtidige kontantstrømmen, etter å ha gjort analyser av finansielle og strategiske forhold rundt bedriften.

Oppgavens tema er blitt valgt ut på bakgrunn av at verdsettelse er et interessant felt for kandidatene. I tillegg har en av kandidatene god kjennskap til næringen generelt og bedriften spesielt.

Vi ønsker først og fremst å rette en takk til vår veileder førsteamanuensis Frode Kjærland for nyttige tilbakemeldinger og god støtte. Vi ønsker også å takke høyskolelektor Einar Torrissen for nyttige innspill om fiskerinæringen og god innsikt om oppdrettsnæringen. Vi ønsker også å takke økonomisjef Roar Myhre ved SinkaBerg-Hansen AS for nyttig hjelp med regnskapsmaterialet.

Bodø, mai. 2010

Geir Andreassen:

Thomas Williksen

Sammendrag:

I denne oppgaven har vi sett på selskapet SinkaBerg-Hansen AS, som er et oppdrettsselskap lokalisert til Marøya i Nærøy kommune i Ytre-Namdalen. Oppgaven har forsøkt å gi svar på 1 problemstilling, som omhandler verdien av selskapet.

- Hva er verdien av SinkaBerg-Hansen AS 1.1.2009 – Sett fra et eierperspektiv?

I verdsettelsen er det nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer som danner grunnlaget for resultatet av verdivurderingen. Her har vi tatt forutsetninger angående fremtidige investeringer og avskrivninger, for å forenkle beregningene. Kontantstrøm basert modell er valgt, fordi det er de fremtidige inntektene som avgjør verdien av et selskap. For å finne disse kontantstrømmene, har vi estimert fremtidig resultatbudsjett for tidsrommet 2009 til 2012. For å finne avkastningskravet har vi brukt kapitalverdimodellen for egenkapitalen og WACC for totalkapitalen. Resultatet for verdsettelsen ble at selskapets totalkapital er verdt NOK (i tusen) 920 621 pr. 1.1.2009. I pris / bok forholdet er dette 2,4 ganger høyere enn bokført verdi. Dette er langt høyere enn sammenliknende selskaper i bransjen.

I tillegg er det gjort strategiske- og finansielle analyser for å kartlegge bedriftens interne- og eksterne forhold. Den finansielle analysen viser at selskapet har god egenfinansiering og tilfredsstillende nøkkeltall. I den strategiske analysen kommer det frem at selskapet står seg godt, både internt og eksternt. Oppgaven viser også at fremtidsutsiktene for selskapet ser lovende ut, spesielt med tanke på økt produksjonsmengde.

Til slutt har vi utført en sensitivitetsanalyse for endring i inntektene, avkastningskravet og vekst. Denne analysen viser oss at svingninger i disse verdiene gir endringer i selskapets verdi. For inntektene og vekst, gir en økning i disse en positiv effekt. For avkastningskravet gjelder det motsatte.

Innholdsfortegnelse.

Abstract.....	I
Forord.....	II
Sammendrag.....	III
Innholdsfortegnelse.....	IV
Figurliste.....	VI
Tabell-liste.....	VII
1. Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn for vår oppgave.....	1
1.2 Avgrensning av oppgaven.....	1
1.3 Problemstilling.....	2
1.4 Struktur.....	2
2. Presentasjon av SinkaBerg-Hansen AS.....	3
2.1 Organiseringen av SinkaBerg-Hansen AS.....	5
2.2 Presentasjon av Bransje.....	6
2.2.1 Marine Harvest ASA.....	6
2.2.2 SalMar ASA.....	7
2.2.3 Midt-Norsk Havbruk Group AS.....	7
2.3 Presentasjon av Markedet.....	8
2.3.1 Utvikling i markedet.....	8
2.3.2 Markeder.....	9
2.3.3 Noen Nøkkeltall.....	9
2.3.4 Oppsummering av Marked.....	10
3. Verdsettelsesteknikker.....	11
3.1 Balansebaserte Metoder.....	11
3.1.1 Matematisk verdi.....	12
3.1.2 Substansverdi.....	12
3.1.3 Likvidasjonsverdi.....	12
3.2 Kontantstrøm / Diskonteringsmodeller.....	13
3.2.1 Kontantstrøm til egenkapitalen og totalkapitalen.....	13
3.2.2 Dividendemodellen.....	14
3.2.3 Fri Kontantstrøm (CF-modell).....	15
3.2.4 Residual Income modell.....	16
3.2.5 Normalresultatmetoden.....	21
3.2.6 Likheter/utlikheter ved ressurs- kontantstrømbaserte modeller.....	21
3.3 Multiplikatormodeller.....	21
3.3.1 P/E – Metoden.....	22
3.3.2 P/B – Metoden.....	23
3.3.3 P/S – Metoden.....	23
3.4 Opsjonsbasert verdsettelse.....	23
3.5 Avkastningskrav.....	24
3.5.1 Avkastningskrav for egenkapitalen.....	24
3.5.2 Avkastningskrav for totalkapitalen.....	26
4. Metode.....	27
4.1 Innledning.....	27
4.2 Forskningsdesign.....	27
4.3 Kilder.....	28
4.4 Reliabilitet og validitet.....	28
4.5 Bruk av metode.....	29

4.5.1	Forskningsdesign.....	29
4.5.2	Kildebruk og innsamling av informasjon.....	30
5.	Strategisk analyse.....	32
5.1	Five Force.....	33
5.1.1	Intern rivalisering eller bransje rivalisering.....	33
5.1.2	Inntrengere.....	34
5.1.3	Substitutter.....	35
5.1.4	Leverandørens forhandlingsmakt.....	35
5.1.5	Kundens forhandlingsmakt.....	36
5.1.6	Oppsummering av Five Forces.....	37
5.2	PESTE-analyse.....	38
5.2.1	Politiske forhold.....	38
5.2.2	Økonomiske forhold.....	39
5.2.3	Sosiokulturelle- og Demografiske forhold.....	39
5.2.4	Teknologiske forhold.....	40
5.2.5	Samfunnmessige forhold.....	40
5.2.5	Oppsummering av PESTE-analyse.....	41
5.3	VRIO-analyse.....	41
5.3.1	Konklusjon av VRIO-analyse.....	43
5.4	SWOT-analyse.....	44
6.	Finansanalyse.....	45
6.1	Regnskapsanalyse.....	45
6.1.1	Finansregnskap for SBH.....	46
6.1.2	Normalisering.....	51
6.2	Forholdstallsanalyse.....	55
6.2.1	Risikoanalyse.....	55
6.2.2	Soliditetsanalyse.....	60
6.2.3	Oppsummering av Forholdstallsanalyse.....	64
6.3	Lønnsomhetsanalyse.....	65
6.3.1	Egenkapitalrentabiliteten.....	65
6.3.2	Totalrentabiliteten.....	66
6.3.3	konklusjon lønnsomhetsanalyse.....	68
6.4	Vekstanalyse.....	68
6.5	Oppsummering av finansanalysen.....	69
7.	Fremtids budsjett.....	70
7.1	Budsjett.....	70
7.1.1	Valg av budsjett lengde.....	71
7.1.2	Budsjetteringsmodell.....	71
7.2	Budsjettering for SinkaBerg-Hansen AS.....	71
8.	Verdsettelse av SinkaBerg-Hansen AS.....	76
8.1	Valg av verdsettelsesmetode.....	76
8.2	Beregning av avkastningskrav for egenkapitalen.....	76
8.2.1	Beregning av Beta.....	76
8.2.2	Risikofri rente.....	77
8.2.3	Avkastning for markedsporteføljen	77
8.2.4	Likviditetspremie.....	78
8.2.5	Beregning av egenkapitalavkastningskravet.....	78
8.3	Beregning av avkastningskravet for totalkapitalen.....	79
8.3.1	kontantstrømbasert verdivurdering.....	80
8.4	Oppsummering av verdsettelse av SinkaBerg-Hansen AS.....	81

9. Sensitivitetsanalyse.....	82
9.1 Driftsinntektsendring.....	82
9.2 Avkastningskravet.....	83
9.3 Vekst.....	84
9.4 Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....	84
10. Konklusjon.....	85
11. Kilder.....	86
Vedlegg.....	I

Figurliste:

Figur 2.1: SinkaBerg-Hansen AS Konsernet.....	4
Figur 2.2: Oganisasjonskart for SinkaBerg-Hansen AS.....	5
Figur 2.3: Solgt mengde og førstehåndsverdi av laks.....	9
Figur 5.1: Illustrasjon av Five Forces.....	37
Figur 6.1: LG 1 for SBH, SalMar og Bransje	57
Figur 6.2: LG 2 for SBH, SalMar og Bransje	58
Figur 6.3: Rentedekningsgrad for SBH og SalMar	60
Figur 6.4: Egenkapitalprosenten for SBH, SalMar og Bransje.....	62
Figur 6.5: Tapsbuffer for SBH, SalMar og Bransje	63
Figur 6.6: Egenkapitalrentabiliteten for SBH, SalMar og Bransjen.....	66
Figur 6.7: Totalrentabiliteten for SBH, SalMar og Bransjen.....	67
Figur 7.1: Prisutvikling for 4-5 kg. Laks 2000-2010.....	73
Figur 9.1: Endring i Driftsinntekter som grunnlag for kontantstrømmene.....	82
Figur 9.2: Endring i avkastningskravet.....	83
Figur 9.3: Endring i Veksten.....	84

Tabell oversikt:

Tabell 2.1: Oversikt over eierandeler i datterselskap og tilknyttet virksomhet.....	4
Tabell 2.2: Oversikt over aksjonærer i SBH.....	5
Tabell 4.1: Fire designstrategier for casestudier.....	30
Tabell 5.1: VRIO-analyse satt i tabell.....	42
Tabell 5.2: SWOT-analyse en oppsummering av strategianalysen.....	44
Tabell 6.1: Årsregnskap for Sinkaberg-Hansen AS.....	48
Tabell 6.2: Eiendeler for Sinkaberg-Hansen AS.....	49
Tabell 6.3: Gjeld og egenkapital Sinkaberg-Hansen AS.....	52
Tabell 6.4: Kontantstrømanalyse for Sinkaberg-Hansen AS.....	54
Tabell 6.5: Tidsvektning av forholdstall.....	55
Tabell 6.6: Likviditetsgrad 1.....	57
Tabell 6.7: Likviditetsgrad 2.....	58
Tabell 6.8: Rentedekningsgrad for SBH og SalMar.....	59
Tabell 6.9: Egenkapitalprosenten for SBH, SalMar og Bransje.....	61
Tabell 6.10: Tapsbuffer for SBH, SalMar og Bransje.....	63
Tabell 6.11: Egenkapitalrentabiliteten for SBH, SalMar og Bransje.....	65
Tabell 6.12: Totalrentabiliteten for SBH, SalMar og Bransjen.....	67
Tabell 6.13: Egengenerert vekst for SBH og SalMar	69
Tabell 7.1: Estimering av gjennomsnitt pris og volum i inntekt for 2009.....	74
Tabell 7.2: Estimering av gjennomsnitt pris og volum i inntekt for 2010.....	74
Tabell 7.3: Estimering av gjennomsnitt pris og volum i inntekt for 2011.....	74

Tabell 7.4: Estimering av gjennomsnitt pris og volum i inntekt for 2012.....	74
Tabell 7.5: Estimering av fremtidig regnskapstall for SinkaBerg-Hansen.....	75
Tabell 8.1: Beregnet betaverdier.....	77
Tabell 8.2: forventet fremtidig kontantstrømmer.....	80
Tabell 8.3: Kontantstrømberegninger.....	81

1. Innledning

1.1 Bakgrunn for vår oppgave

Oppdrettsnæringen har de senere årene opplevd en formidabel vekst med en høy avanse på produktet sitt. Næringen har en sterk tilknytning til kysten og her finner du mange hjørnesteinsbedrifter. Videre kan en si at bedriftene markerer seg internasjonalt, der de har en sterk posisjon. Næringen er relativt ung i industrisammenheng og det var først på 80-tallet vi så den første oppblomstringen.

Bakgrunnen for valg av oppgave er at vi ønsker oss en bedre innsikt i fagområdet verdsettelse. Vi finner temaet veldig interessant på flere måter. En av grunnene til at vi valgte dette temaet, er at vi synes oppdrettsnæringen byr på mange utfordringer ved at den stadig er i endring. Næringen byr også på mange interessante temaer som strategi, regnskap og finans. Dette er temaer som vi i løpet av studiet har funnet som de mest spennende og utfordrende å jobbe med.

Oppdrettsnæringen har en spennende og utfordrende framtid med henblikk på eventuell vekst og om man klarer å stoppe / begrense sykdom hos fisken, dette med tanke på hva som har skjedd i Chile, noe som vi vil komme tilbake til senere i oppgaven. Dette er grunnen til at vi har valgt et oppdrettsselskap som objekt for vår oppgave.

1.2 Avgrensning av oppgaven.

Sinkaberg-Hansen konsernet har et vidt spekter av aktiviteter innenfor sin virksomhet. Alt fra Smolte produksjonen til vasking av nøter til laksen. Vi ønsker å konsentrere oss om kjernevirksomheten til bedriften som er lakseproduksjon og videreforedling av laks. Det er disse felt vi anser har størst betydning for de fremtidige kontantstrømmene til bedriften. Oppgaven bygger først og fremst på historiske tall fra SinkaBerg-Hansen AS og analyser vi har gjennomført omkring selskapet. For å få et bredere perspektiv i forhold til bransjen har vi sammenliknet nøkkeltallene med et lignende selskap og bransjen for øvrig. Vi har valgt å bruke tallene fra 2006 til 2008, dette fordi vi ikke har funnet det relevant å gå lengre tilbake i tid.

1.3 Problemstilling

Målet med oppgaven er å finne en verdi på SinkaBerg-Hansen AS gjennom de fremtidige kontantstrømmene.

Vi har valgt en enkelt problemstilling som er **”Hva er verdien av SinkaBerg-Hansen AS 1.1.2009 – Sett fra et eierperspektiv?”**.

De forhold som avdekkes gjennom analysene blir brukt til å underbygge sluttresultatet. De blir ikke tatt opp som egne problemstillinger.

1.4 Struktur

I kapittel 1 blir bakgrunnen, begrensinger og problemstilling for oppgaven presentert. Videre i kapittel 2 kommer en presentasjon av SinkaBerg-Hansen AS samt presentasjon av bransjen og markedet. I kapittel 3 handler om teori rundt verdsettelsesteknikker og avkastningskrav. I kapittel 4 kommer metode delen, der også våre valg og betraktninger rundt dette blir kommentert. I kapittel 5 er det strategiske analyser, der vi tar opp forhold i og rundt bedriften, og med danner oss et bilde hvor i ”landskapet” selskapet befinner seg. I kapittel 6 kommer finansanalysen, der vi gjør sammenlikninger av nøkkeltall med SalMar ASA og bransjen for øvrig. I kapittel 7 foretar vi fremtidsbudsjetteringen som vil resultere i de fremtidige kontantstrømmene. I kapittel 8 kommer verdsettelsen av SinkaBerg-Hansen AS, der vi gjør rede for valg av verdsettelsesmetode og beregner hvilke avkastningskrav som gjelder og til slutt kommer til et resultat på nåverdien av selskapet. I kapittel 9 blir en sensitivitetsanalyse presentert der vi ser på hva som skjer med verdien hvis parametrene driftsinntekt, avkastningskrav og vekst blir endret. Til slutt i kapittel 10 kommer det en konklusjon på hele oppgaven.

2. Presentasjon av SinkaBerg-Hansen AS

SinkaBerg-Hansen AS er et resultat av to individuelle bedrifter. Den første ble startet i 1977 av Finn Sinkaberg. Og den andre ble startet opp 1985 av Bjørn Berg-Hansen. Finn Sinkaberg startet opp med oppdrett i 1977, han utvidet med slakteri i 1980 og i 1996 med videreforedling av laks.

Berg-Hansen startet opp med produksjon av smolt i 1985, med smolt menes yngel av laks. Videre fikk han sin første konsesjon for laks i 1992. Dette var med på å legge grunnlaget for det som i dag kalles SinkaBerg.-Hansen AS.

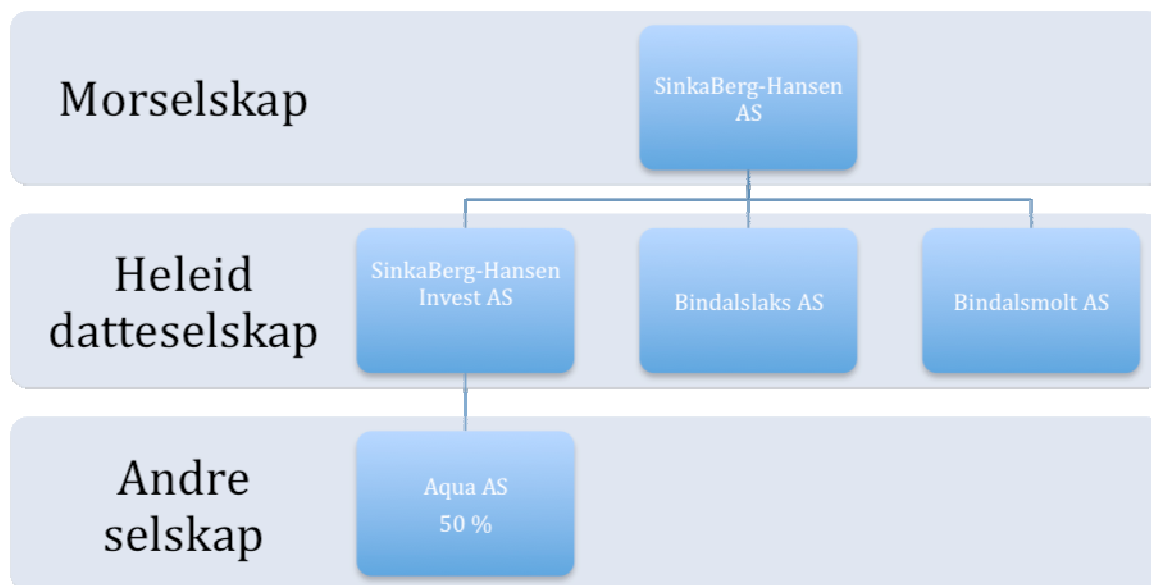
Fusjon mellom de to bedriftene skjedde 01.05.1998. Tanken var at man skulle få en strategisk fordel av mer forhandlingsmakt, og få utnyttet ressursene bedre ved blant annet kostnadseffektivitet. SinkaBerg-Hansen AS omsetter i dag for 550 millioner kroner i året, og er en av de viktigste hjørnesteins bedriftene i lokalsamfunnet Ytre-Namdalen. Hovedlokaliteten til Sinkaberg-Hansen ligger på Marøya, en øy i Nærøy kommune som ligger like på kommune grensa til Vikna kommune. Og like ved kommunesenteret til Vikna, Rørvik.

Selskapet har de siste årene vært i sterk vekst og dette er fortsatt et mål for bedriften. En av de tingene som viser dette er blant annet videreforedlingen av Laks. Der det i 1997 ble videreforedlet 4 tonn laks hver dag, mens i dag blir det videreforedlet 40 tonn om dagen.

SinkaBerg-Hansen AS kontrollerer hele verdikjeden, helt fra smolt til ferdig produkt med emballasje, som kan settes rett i hyllen på butikken. Dette innebærer at man på egen hånd har mulighet til å få en helt unik kvalitet på produktene. Man kan blant annet produsere pre-rigor filèt, som er ett produkt med ekstrem høy kvalitet og som har en lengre holdbarhet enn andre produkter. Selskapet sysselsetter pr. i dag 175 personer.

Konsernets bygd opp med SinkaBerg-Hansen AS som morselskap. Videre har vi heleide datterselskap i Bindalslaks AS, Bindalssmolt AS og SinkaBerg-Hansen invest AS. Selskapet har eierinteresser gjennom mor- eller datterselskap i andre selskap som blir vist i egen tabell. Videre er det verdt å nevne samarbeidet med Hallvard Lerøy AS, som er selskapets salgsorgan og eksportør mot alle markeder som selskapet har tilgang til.

Konsernet er organisert slik:



Figur 2.1: SinkaBerg-Hansen AS Konsørnet

Tabell 2.1: Oversikt over eierandeler i datterselskap og tilknyttet virksomhet

Navn	Eierandel
Sinkaberg-Hansen Invest AS	100 %
Bindalssmolt AS	100 %
Bindalslaks AS	100 %
AS Aqua ¹	50 %
Åsen Settefisk AS	41 %
Flatanger Settefisk AS ²	41 %
Nærøysund Aquaservice AS	34 %

¹ AS Aqua er et datterselskap eid med 50 % av Sinkaberg-Hansen Invest AS.

² Flatanger Settefisk AS er et heleid datterselskap av Åsen Settefisk AS.

De største aksjonærene i Sinkaberg-Hansen AS (Dun & Bradstreet)

Tabell 2.2: Oversikt over aksjonærer i SBH

Navn	Antall aksjer	Andel i %
Sinkaberg Invest AS		51,18 %
Helga Berg-Hansen AS		11,99 %
JMJ Invest AS		10,71 %
Haukenes AS		10,71 %
Bjørn Steinar Berg-Hansen		9,00 %

Totalt har selskapet utstett 4 664 640 aksjer som er fordelt på 11 investorer.

Aksjekapitalen er på ca. 46,6 millioner kroner.

2.1 Organiseringen av SinkaBerg-Hansen AS

SinkaBerg-Hansen AS er organisert i en hierarkisk struktur med daglig leder på toppen som har personalansvarlig og økonomi/regnskapsansvarlig under seg. Videre er driften organisert i 4 områder som består av Smolt, Matfisk, Slakteri og Videreforedling.



Figur 2.2: Organisasjonskart for SinkaBerg-Hansen AS

2.2 Presentasjon av Bransje

Vi har valgt ut noen bedrifter fra laksebransjen og oppdrettsnæringen som SinkaBerg-Hansen AS operer i. Dette for å ha ett sammenligningsgrunnlag på blant annet hvordan SinkaBerg-Hansen AS opptrer strategisk i forhold til bransjen, og hvordan utviklingen har vært med tanke på lønnsomhet og effektivitet. Vi ser det som hensiktsmessig å avdekke lønnsomhet og strategi henholdsvis i en regnskapsanalyse og i en strategianalyse. I vurderingen vil det også være hensiktsmessig å måle konkurransedyktigheten mot andre selskaper i samme bransje. Dette vil være med på å vise om selskapet klarer å følge med på den teknologiske utviklingen i bransjen, og ikke minst gjelder dette når det kommer til produksjonskostnader per kg fisk.

Dette vil derfor være en sammenligning av historiske prestasjonstall, opp mot tilsvarende i bransjen. Så får man et tilstrekkelig bilde av hva som legger grunnlaget for fremtidig lønnsomhet. SinkaBerg-Hansen AS har hatt en voldsom utvikling teknologisk de siste årene, noe som har medført til en kraftig økning i produksjonsvolumet. Dette blir gjenspeilt i bransjen forøvrig i Norge. Dette fører til at det vil bli lettere å gjøre sammenligninger med bransjen, samtidig mener vi det vil styrke troverdigheten til det resultatet vi kommer fram til.

2.2.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest er en av de største aktørene på verdensbasis i oppdrettsnæringen. (<http://www.marineharvest.com>). Konsernet ble etablert i 2006 som en fusjon mellom daværende Pan Fish ASA, Fjord Seafood ASA og Marine Harvest NV.

Hovedkontoret ligger i Oslo og konsernet er etablert i 18 land. Blant disse må Norge, Chile og Skottland regnes som de viktigste. Bedriften sin virksomhet omfatter hele verdikjeden fra yngel av laks til videreforedling av laksen. Selskapet er preget av sykdomsutbruddet i Chile, og har av den grunn flyttet en del av produksjonen til andre land. Dette gjør at selskapet har holdt på sin markedsandel på verdensbasis. Marine Harvest ASA syselsetter i dag over 5000 personer til sammen i de 18 landene de er lokalisert til. Selskapet omsatte i 2009 for ca 2000 millioner NOK, dette er en økning på omtrent 6 % fra året før.

Marine Harvest levert første kvartal 2010 sitt beste resultat noensinne med en EBIT på 600 Millioner norske kroner. Selskapet er børsnotert på Oslo Børs. Per 07.04.2010 var selskapet verdsatt til omtrent 18857,59 millioner NOK (<http://www.oslobors.no>).

2.2.2 SalMar ASA

SalMar ASA er den største aktøren i oppdrettsnæringen i Trøndelags området. De er forøvrig lokalisert langs hele norske kysten. Denne bedriften har fokus på den sammen kjernevirksomheten som SinkaBerg-Hansen AS, og er den som kan sies å ligne mest strukturmessig på SinkaBerg-Hansen AS. (<http://www.salmar.no>). De er organisert med et eksternt salgssledd. Videre kontrollerer de hele verdikjeden fra yngel til ferdig filet. Selskapet ble etablert 1991 og hovedkontoret ligger på øya Frøya i Sør-Trøndelag like ved innløpet til Trondheimsfjorden. Selskapet har de siste årene opplevd bra vekst. I 2007 fikk SalMar Group tildelt fire nye konsesjoner, året etter fikk de tildelt tre nye. Hele konsernet samlet har i dag 51 konsesjoner i Norge. Bedriften er i sterk vekst og ser ut til å ha en bra organisering og kontroll med det de holder på med. SalMar-konsernet sysselsetter i dag over 570 personer. SalMar ASA er notert på Oslobørs, og var verdsatt pr. 07.04.2010 til 5181,6 millioner NOK. Konsernet omsatte for 1,6 Milliarder NOK i 2009, og hadde en økning i inntjening på ca 2,2 % fra året før. De hadde en "all time high" EBIT for samme periode på 409 millioner NOK, som var en økning på 100 % fra året før. (SalMar ASA, årsrapport 2009)

2.2.3 Midt-Norsk Havbruk Group AS

Midt-Norsk Havbruk Group AS ligger i Ytre-Namdalen, og har samme lokalitet som SinkaBerg-Hansen AS. De er en av de store hjørnesteinsbedriftene i Namdalen. Konsernet ble etablert ved fusjon mellom tre familiebedrifter, Dolmen-Yngel AS, Nils Williksen AS, og Midt-Norsk Havbruk AS. Alle bedriftene bidro ved fusjonen med konsesjoner. Dolmen hadde yngel og smolt produksjon. Nils Williksen AS hadde slakteri, mens Midt-Norsk Havbruk AS bidro med konsesjoner og lokaliteter og flåte. Selskapet har i dag produksjonslokaliteter bare på Flerengstranda i Vikna kommune. Selskapet sysselsetter i dag 125 personer. Selskapets EBIT for 2008 var 355 millioner NOK. Midt-Norsk Havbruk Group AS er ikke ett børsnotert selskap. Verdien av selskapet er estimert til ca 96 millioner NOK. Selskapet omsatte i 2009 for ca 500

millioner NOK. Dette er en nedgang på 10 % fra året før (Midt-Norsk Havbruk Group AS, årsrapport 2009).

2.3 Presentasjon av Markedet

SinkaBerg-Hansen AS driver i hele verdikjeden innen oppdrettsnæringen. Gjennom en samarbeids avtale med Hallvard Lerøy AS på eksportsiden, opererer de på alle markeder rundt omkring i verden. Dette vil si at bedriften er utsatt for den samlede totalletterspørselen fra alle markeder og sluttbrukere av produktet. EU, USA, Russland og Japan utgjør 95 % av det totale markedet, derfor mener vi at det er viktigst å fokusere på disse i vår undersøkelse.

Informasjonen om markedet er hentet fra intervjuet med økonomiansvarlig Roar Myhre ved Sinkaberg-Hansen AS, Kontali måneds rapport for januar, Fishpool i Bergen og litt fra et tidligere studentarbeid om Strategisk analyse og regnskapsbasert verdigvurdering av Sinkaberg-Hansen AS.

2.3.1 Utvikling i markedet

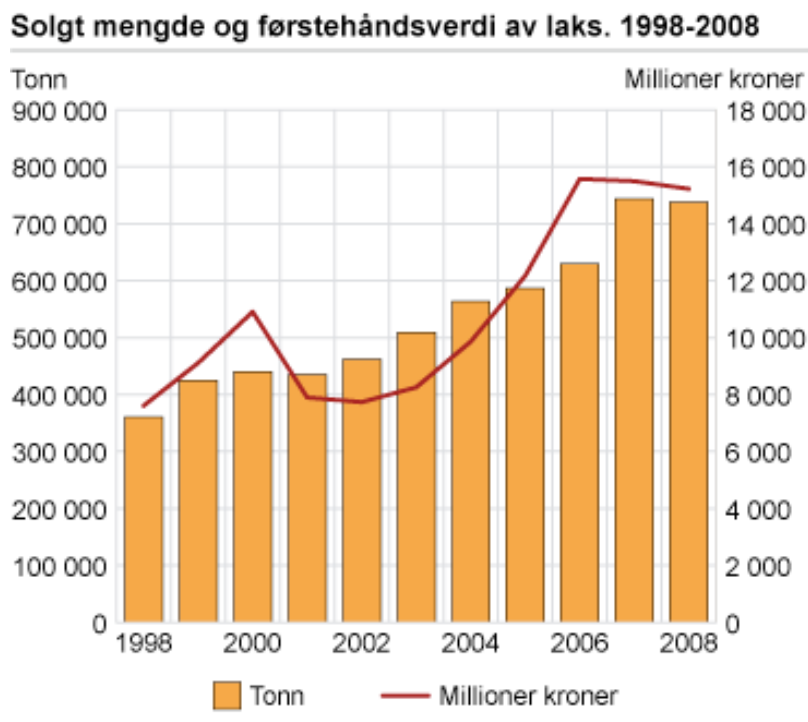
Næringens utvikling de siste årene vil kunne gi oss en pekepinne på hvordan fremtiden kan bli, selv om dette er en næring med mye svingninger har det nå åpnet for nye markeder som skal gjøre næringen mer stabil.

Oppdrettsnæringen kan regnes som enda ung. På slutten av 1960-tallet ble det utviklet teknologi som gjorde det mulig å drive med oppdrett. Men det største gjennombruddet kom i 1971 da Grøntvedt fra Hitra klarte å oppdrette fisk i merder i sjøen. Det ble raskt gode resultater ut av det, og næringen vokste fort etter dette.

Det neste ti årene vokser næringen med mindre og større tilbakeslag pga sykdom, medisinbruk, overproduksjon og konkurser. Det kom etter hvert en del lover og reguleringer for næringen for å prøve å kontrollere disse problemene.

Vi mener det største vende punktet for næringen kom i 1993, etter en enorm forsknings innsats og kvalitetssikring som førte til at sykdomsproblemet kom under kontroll. Fra dette øyeblikket og fram til i dag har det vært en enorm vekst. Det ble nok et rekord år i 2007 da det ble eksportert eller solgt ca. 846.000 tonn oppdrettslaks, for en samlet førstehånds verdi til 18,43 milliarder NOK. Året etter opplevde

næringen en liten oppgang på ca 1% mens salgsverdien gikk en del ned (<http://www.ssb.no>).



Figur 2.3: solgt mengde og førstehåndsverdi av laks. Fra Norge (<http://www.ssb.no>)

2.3.2 Markeder

Som nevnt tidligere i dette kapitlet er brorparten av markedene innen for oppdrettsnæringen EU, Asia, USA og Russland. Det er her hovdetyngden av all eksport forekommer. Disse markedene utviklet seg gjennom etterspørsel og tilbud. Av alle disse markedene eksporterer Norge absolutt mest til EU, deretter til USA og Russland og en betraktelig mindre mengde til Asia.

2.3.3 Noen Nøkkeltall.

For hele EU markedet var det i 2009 ble det levert ca 767 000 tonn med alle leverandør nasjonene som Norge, UK og Færøyene. Dette er 4,1% opp fra året før.

USA har det vert levert ca 280 000 tonn i 2009, dette er en liten nedgang på 4,7% fra året før. Den sterkeste grunnen til denne svekkelsen er markedsprisen på nordatlantisk laks, men også finanskrisen har virket inn på markedet her.

Leveringen til Russland har vært tidenes høyeste "all time high". For 2009 ble der levert hele 78 300 tonn fersk laks til det russiske markedet. Dette var en økning på 4,8 % (Kontali, 02.2010). Dette var en radikal økning på tross av restriksjoner og importstopp tidlig på året fra Norge. Norsks markedsandel her har økt mye de siste årene, og har potensialet til å øke enda mer.

For Japan og Asia ble det levert 45000 tonn laks i 2009 dette er en nedgang på 15 % fra året før. Noen av grunnene til dette er nedgangskonjunkturen som næringen også lider av, selv om JPY og CHY har styrket seg mot NOK og EUR. Det har vært en relativ høy pris på produktet de senere år, men på tross av dette har etterspørselen etter produkt i Asia vært jevn i denne perioden. Kina har fremdeles et stort vekst potensial i seg, spesielt siden det er mangel på kjøtt. Det betyr at man kan skaffe seg en god markedsandel relativt raskt innenfor denne delen av det asiatiske markedet.

2.3.4 Oppsummering av Marked

Når en ser på totalmarkedet, kan man se der er enda vekst og man kan se til "nye markeder" som fremdeles ligger langt under potensialet. Asia er et eksempel på dette og spesielt Kina som kommer raskt etter resten av verden. Etterspørselen er høy men tilbudet er fremdeles litt lavt. Når man ser på markedet for hele verden, ser man at det fremdeles tåles vekst i produksjonsvolum. Men nye spørsmål dukker stadig opp, som hvor mye av en økning i pris kan markedene ta, før de begynner å lete etter andre segmenter, alternativer og erstatninger? En av grunnene til den høye prisen, som næringen selv mener er med på å drive prisen kunstig høyt opp, er problemene Chile har opplevd med sykdom de siste årene.

3. Verdsettelsesteknikker

Når en verdsetter en bedrift er det de fremtidige forventningene til kontantstrømmen som er mest avgjørende. I følge Kinserdal (2005) vil også historiske regnskapsdata være en del av grunnlaget. Dette fordi historisk inntjening og fremtidige kontantstrømmer ofte hører sammen ettersom regnskaper bygger på estimer om fremtidig inntjening.

Når man skal gjøre en verdivurdering trengs det store mengder data for å få et mest mulig korrekt bilde av det du prissetter. Dette gjør at en korrekt vurdering ofte er kostbar gjennom ressurs- og tidsbruken. Derfor forenkler man ofte og lager en modell som er basert på virkeligheten og som beskriver denne. Slik man gjør med makro modeller eller strategi modeller.

Verdsettelse kan utføres ved hjelp av forskjellige metoder. Det er vanlig å dele metodene inn i balansebaserte metoder og resultatbaserte (inntjeningsbaserte) metoder (Boye og Dahl; 1997). I tillegg til disse kommer Kinserdal (2005) inn på verdsettelse basert på kontantstrømoppstillingen. Der han viser til både likheter og ulikheter i forhold til resultatoppstillingen.

Når en skal velge metode er det er det mange faktorer som spiller inn. Noen av disse faktorene kan være hvor bedriften befinner seg i dens livssyklus. Man må også se på hvilken bransje og marked bedriften befinner seg i, dette kan ha stor innvirkning på verdsettelsen av bedriften. Vårt valg av verdsettelsesmetode vil vi komme tilbake til i kapitlet om verdsettelse av SinkaBerg-Hansen AS.

3.1 Balansebaserte metoder / (Markeds og regnskapsbasert verdi)

Balansebaserte metoder er som navnet sier, en verdivurdering av eiendelene der gjelden er fratrukket. De vanligste metodene er: 1) Matematisk verdi / Bokført egenkapital, 2) Substansverdi / Verdijustert egenkapital (going concern – verdier) og 3) Likvidasjonsverdi (Boye og Dahl; 1997).

For å kunne gjøre bruk av en balansebasert metode, må det finnes et annenhånds marked der eiendelene har en verdi og kan omsettes (Boye; 1998).

I enkelte næringer som shipping- og eiendomsnæringen publiseres slike verdier, og anses som objektive og er tilgjengelig for bruk til verdifastsettelse (Kinserdal; 2005).

3.1.1 Matematisk verdi / Bokført egenkapital

Denne metoden er lite relevant ved oppkjøp, fusjon etc. Metoden baserer seg på aksje- og regnskapslovens vurderingsregler, som blant annet omfatter forsiktighetsprinsippet eller laveste verdis prinsipp. Dette vil ikke være et grunnlag for å gi en korrekt verdivurdering av et selskap i et åpent marked. Metoden blir da også stort sett brukt i vedtekter og aksjonæravtaler vedrørende bestemmelser om forkjøpsrett (Boye og Dahl; 1997).

3.1.2 Substansverdi / Verdijustert egenkapital (going concern – verdier)

Substansverdi eller Verdijustert egenkapital (VEK) kan defineres som ”markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkludert latent skattegjeld når dette er relevant” (Boye og Dahl; 1997). Metoden baserer seg på forutsetning om fortsatt drift og der det vil være relevant å bruke den er; der det finnes et marked der bedriftens eiendeler kan selges uavhengig av virksomheten, og verdien av disse også er uavhengig av virksomheten. Samt der kjøp av eget anlegg vil være alternativet til oppkjøp av en bedrift. Hvis det ikke finnes et marked for bedriftens eiendeler, kan man benytte gjenanskaffelsesverdi justert for diverse slitasjen istedenfor markedsverdi.

Kinserdal (2005) kommer innpå at VEK kan avvike fra markedsverdien. Bakgrunnen for dette ligger i at det er bare identifiserbare eiendeler og gjeld som vurderes til markedsverdi. Er det ikke-balanseført goodwill eller badwill inne i bildet, vil denne utgjøre en differanse i forhold til den balanseførte verdien. Boye (1998) mener der det finnes goodwill (badwill) som ikke kan skilles ut fra de øvrige eiendelene, bør man vurdere en kontantstrømbasert metode ved verdsettelse av virksomheten.

3.1.3 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi kan sies å ha motsatt utgangspunkt enn VEK. Denne metoden vil kun være aktuell i en avviklingsfase og dermed ikke med tanke på videre drift.

Likvidasjonsverdien blir sett på som den laveste akseptable verdien for selger. I en slik fase vil salg bli forsert og det vil medføre lavere pris enn hva markedsverdien skulle tilsa. Avviklingskostnadene kan bli høye, blant annet gjennom lav produktivitet i avviklingsperioden (Boye; 1998).

3.2 Kontantstrøm / diskonteringsmodeller

3.2.1 Kontantstrøm til egenkapitalen og totalkapitalen

Det forventes at virksomheter genererer kontantoverskudd for sine eiere, og det er disse kontantoverskuddene som avgjør hvor mye en bedrift er verdt. Boye (1998) deler kontantstrømbaserte metoder inn i to hovedmetoder: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. For å kunne benytte disse metodene må man anta at kontantoverskuddet stammer i sin helhet fra den bedriften som skal verdsettes, og da se bort fra forhold som kan ha innvirkning på kontantoverskuddet.

Norsk Finansanalytikerforening definerer i sin publikasjon "Recommendations & Financial Ratios, 2005" free cash flow slik:

Free cash flow to equity (FCFE)

Free cash flow to firm

$$\begin{aligned} &+/- \quad \text{net financials} \\ &+ \quad \text{taxes on net financials} \\ &= \quad \text{Free cash flow to Equity (FCFE)} \end{aligned}$$

Free cash flow to firm (FCFF)

Free cash flow before dividend

$$\begin{aligned} &- \quad \text{financial income after tax} \\ &+ \quad \text{financial expenses after tax} \\ &= \quad \text{Free cash flow to firm (FCFF)} \end{aligned}$$

Ved å ta nødvendige forutsetninger om fremtidige kontantstrømmer og finne en diskonteringsfaktor, samt bestemme hvilke antagelser om vekst som skal gjelde, kan man på bakgrunn av de frie kontantstrømdataene finne verdien av et selskap.

Tidshorisonten kan variere fra evigvarende til tidsbestemt (Kinserdal; 2005).

Diskonteringsfaktoren kan finnes ut fra flere perspektiv. Her vil blant annet risiko og avkastning for bransjen spille en rolle, og vi mener at kapitalverdimodellen (CAPM) vil være naturlig å bruke i så henseende.

I følge Damodaran (2002) kan man finne et selskaps verdi ved å bruke FCFE- og FCFF-metoden på følgende måte:

$$\text{Verdien av egenkapitalen} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ til } EK_t}{(1 + k_e)^t}$$

Formel 3.1: Verdien av egenkapital

Ved bruk av konstant vekst kan den skrives lik Gordons vekstformel og vil bli slik:

$$\text{Verdien av egenkapitalen} = \frac{FCFE_t}{(k_e - g_n)}$$

Formel 3.2: Fri kontantstrøm til egenkapital

Der k_e = avkastningskravet

og g_n = vekstraten i all fremtid

$$\text{Verdien av egenkapitalen} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Formel 3.3: Veid gjennomsnitt av totalkapitalen

Der WACC = Avkastningskravet til totalkapitalen

Teoretisk sett skal man i følge Damodaran (2002) komme fram til samme resultat uavhengig hvilken metode man bruker.

3.2.2 Dividendemodellen

I følge Boye og Dahl (1997) kan man teoretisk beregne verdien av en aksje slik:

$$P_0 = \sum \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Formel 3.4: Nåverdien av aksje

Ved å diskontere fremtidig aksjeutbytte og vekst inn i aksjekursen kan man beregne dagens pris på aksjen. Modellen kan skrives som Gordons-formel og vil være følgende:

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

Formel 3.5: Nåverdien av evig vekst

P_0 er verdien av aksjen når verdsettelsen finner sted.

D_1 er forventet utbetalt dividende.

k er avkastningskravet.

g er forventet årlig vekst i dividenden.

Det forutsettes i modellen at første utbetaling av dividende skjer ett år etter verdifastsettelsen (Boye; 1998).

Av modellen kan vi se at den blir meningsløs hvis den årlige veksten blir lik eller større enn avkastningskravet. Videre viser modellen at jo høyere avkastningskravet er, jo lavere vil prisen på aksjen være. Det motsatte skjer ved økt verdi på g , da vil prisen på aksjen stige. Dette viser at sentralt i modellen står avkastningskravet og vekstfaktoren. Verdien på aksjen vil ikke bli reflektert av resultatet, da den bare blir målt opp mot utbetalt dividende. Modellen vil ikke være aktuell for alle typer selskap. Den passer bedre for etablerte selskaper som er forutsigbare i sin dividendepolitikk, enn selskaper som er i vekst og trenger midler for å kunne vokse videre.

3.2.3 Fri kontantstrøm (CF-modell)

Den frie kontantstrømmen er det av verdiskapningen som i løpet av en periode blir igjen til eierne når investeringer er trukket fra. Ved bruk av metoden må det stilles prognoser på størrelsen av kontantstrømmen i de nærmeste årene. Dette blir sett på som en stor ulempe, spesielt hvis lederes lønninger er knyttet opp mot selskapets verdi. Det kan gi et incentiv til å forskjønne tallene for å oppnå høyere verdi av selskapet. I motsetning til rentabilitetsmålene som ser på historiske tall, ser FKS på fremtidige resultater og dette er et av problemene som er knyttet til metoden. Et annet problem er å forutsi hvilken verdi kontantstrømmen skal ha utover prognoseperioden. Ett tredje problem er å fastsette diskonteringsrenten.

Formelen for modellen er ganske enkel. Det vi skal finne er nåverdien av virksomheten under forutsetning at driften skal foregå til evig tid. Vi beregner kontantstrømmen pr. år i prognoseperioden og deretter forutsetter vi en fast kontantstrøm pr. år. (Kapitalkostnaden (diskonteringsrenten) blir den veide

gjennomsnittrenten k_T . Dette fordi kontantstrømmen skal være med på å betale både eierne og lånegiverne for den kapitalen de har bidratt med. Vi vil da få følgende formel:

Verdi av fortsatt drift = Fri kontantstrøm per år etter prognoseperioden / k_T

Vi ser at ved bruk av denne modellen kan man også legge inn prognoser for vekst, og da bruke Gordon's vekstformel.

En del fordeler som kan nevnes ved bruk av modellen er for det første at den er ikke påvirket av historisk kost ved bruk av før-skatt tall. Videre blir avskrivningen nøytralisert ved å legge den til driftsresultatet etter skatt. En annen fordel er at metoden måler resultatet i kroner og ikke i prosent. Dermed kan investorer selv beregne med den diskonteringsrenten de finner riktig. En tredje fordel er at man kan måle om det er riktig med videre drift eller om man bør se på avvikling som et alternativ. Ved positiv nåverdi er det riktig å satse videre, mens med negativ nåverdi bør man avvike. Metoden legger opp til at det investeres i prosjekter som gir høyere avkastning enn det virksomheten legger til grunn.

Vi har tidligere nevnt en stor ulempe ved at man er avhengig av riktige prognoser, og at det på kort sikt er mulig å manipulere virksomhetens verdi gjennom kontantstrømprognosene. Modellen kan sies å være rettet mot fremtidig utvikling (Hoff, 2009).

3.2.4 Residual Income modell (EVA®, superprofitt)

Residual income (Residualfortjeneste) blir i litteraturen omtalt som superprofitt eller grunnrente. Den forteller noe om fortjenesten utover det som regnes som normalt, etter at kapitalavkastningen, lønn og andre utgifter er beregnet.

Residualfortjeneste blir av Hoff (2009:408) forklart slik: "*Med residualfortjeneste (RF) menes det justert driftsresultat fratrukket kapitalleie for den sysselsatte (anvendte) kapitalen*". Og i ligningsform ser den slik ut etter at skatt er trukket fra fortjenesten.

Residualfortjeneste = Driftsresultat etter skatt – kapitalleie,
der kapitalleie er følgende:

Kapitalleie = Sysselsatt kapital * kapitalkostnad

Residualfortjeneste kan dermed på en enkel måte skrives som:

Salgsinntekt
- Driftskostnader
<hr/>
= Driftsresultat
- Skatt
<hr/>
= Driftsresultat etter skatt (DES)
- Kapitalleie (Sysselsatt kapital * kapitalkostnad)
<hr/>
= Residualfortjeneste

Hoff (2009) viser til sammenhengen mellom residualfortjenesten og netto nåverdi til virksomheten, gjennom å konstantere at nåverdien av kontantstrømmen til et prosjekt er lik nåverdien av residualfortjenesten til samme prosjekt.

Det blir videre sett på sammenhengen mellom residualfortjenesten og virksomhetens markedsverdi og viser hvordan den frie kontantstrømmen og residualfortjenesten kobles sammen med virksomhetens markedsverdi gjennom å maksimere residualfortjenesten. Oppsettet for residualfortjenesten har vi sett på, for fri kontantstrøm blir den følgende:

Salgsinntekt
- Driftskostnad
<hr/>
= Driftsresultat før skatt
- Skatt
<hr/>
= Driftsresultat etter skatt
+ Avskrivning
- Investering
- Økt arbeidskapital
<hr/>
= Fri kontantstrøm

Den frie kontantstrømmen er det som blir igjen til eierne etter at kostnader og skatter er betalt og investeringer er blitt gjort. Ved å neddiskontere fremtidig kontantstrømmer kan man anslå markedsverdien til en virksomhet.

Residualfortjenesten viser hvilke fortjeneste man har oppnådd for sine eiere utover det som kan oppnås ved å investere i andre virksomheter med samme risiko.

Residualfortjeneste bør ikke være under 0. Ved 0 tjener ikke eierne mer enn hva som kan oppnås ved alternative plasseringer. Ved positiv residualfortjeneste har man oppnådd en meravkastning i forhold til alternativ plassering av kapitalen.

For å se på den videre sammenhengen trenger vi litt symbolforklaring:

RF_t	Residualfortjeneste
FKS_t	Fri kontantstrøm
MV_t	Markedsverdi
OMV_t	Oppnådd markedsverdi
DES_t	Driftsresultat etter skatt
k_T	Den veide gjennomsnittlige kapitalkostnad
K_t	Sysselsatt kapital
SKR	Rentabiliteten på sysselsatt kapital

For investorer vil markedsverdien av et selskap vurderes som følgende:

$$MV_0 = \sum_{i=1}^N \frac{FKS}{(1+k_T)^i}$$

Formel 3.6: Markedsverdien av fremtidig kontantstrøm

Det er de fremtidige kontantstrømmene som er interessante for investorer. Internt ligger utfordringen i å finne et resultatmål som ligger nært opp til FKS, og her viser det seg at RF er et slikt mål. Og i følge Hoff (2009: 412-413) kan det påvises på følgende måte:

”Et første steg er å definere den oppnådde markedsverdien OMV på tidspunkt 0”

$$OMV_0 = MV_0 - K_0$$

Formel 3.7: Oppnådd markedsverdi

”Oppnådd markedsverdi er altså den verdien selskapet har tilført i tillegg til de verdiene som ligger i investert kapital”.

Neste steg vil være å finne at *”markedsverdien på tidspunkt 0, dvs. i dag, er summen av den sysselsatte kapitalen og nåverdien av fremtidig residualfortjeneste”.*

$$MV_0 = K_0 + \sum_{t=1}^N \frac{RF}{(1+k_T)^t}$$

Formel 3.8: Markedsverdi av residualfortjeneste

Flyttes K_0 over til venstresiden ser vi at vi får $MV_0 - K_0$, som vi vet er OMV_0 . Dette fører til at vi kommer fram til følgende:

$$OMV_0 = \sum_{t=1}^N \frac{RF}{(1+k_T)^t}$$

Formel 3.9: Oppnådd markedsverdi av residualfortjeneste

Vi kan si at ”Den oppnådde markedsverdien er altså lik den neddiskonterte verdien av fremtidig residualfortjeneste”.

I følge Hoff (2009) kan man konkludere med at residualfortjeneste er et presist mål på de fremtidige kontantstrømmene. Han viser til at oppnådd markedsverdi er lik netto nåverdi av selskapet, som videre igjen er lik neddiskonterte residualfortjeneste.

Sammenhengen mellom residualfortjenesten og avkastning på sysselsatt kapital, SKR, blir som følgende der Sysselsatt kapital = SK og Driftsresultat etter skatt = DES.

$$SKR = DES/SK \Rightarrow DES = SKR * SK$$

Ved å trekke fra $k_T * SK$ (kapitalkostnaden * SK) på begge sider får vi

$$DES - k_T * SK = SKR * SK - k_T * SK$$

Det vi har på venstre side har vi tidligere definert som residualfortjeneste, og dermed kan vi si at:

$$\text{Residualfortjeneste} = (SKR - k_T) * SK$$

For at residualfortjenesten skal bli positiv må avkastningen på sysselsatt kapital være større en avkastningskravet til kapitalen (k_T). Dette viser sammenhengen mellom sysselsatt kapital og residualfortjenesten.

Hoff (2009) påpeker 4 svakheter ved bruk av residualfortjeneste som måltall. Den første er at metoden ser ut til å favorisere store enheter. Man bør vurdere størrelsen på fortjenesten opp mot hvilke ressurser som er stilt til rådighet. Den andre svakheten er at det må utvises en god del skjønn når avkastningskrav skal fastsettes og dermed er

det mulighet til å påvirke residualfortjenesten gjennom det skjønn man utøver. Det tredje er at avskrivninger over tid ikke skal påvirke resultatet når ledere og eiere har lik tidshorisont og samme krav til avkastning. Dette kan påvirkes hvis for eksempel en leder ønsker å oppnå bedre resultater på kort sikt i forhold til eiernes ønske. Bakgrunn for dette kan være karrierefremmende og økonomiske motiver. Den fjerde svakheten er viljen til å innføre nye prestasjonsmål. Mange vil holde seg til det som har vært brukt tradisjonelt sett. Motivet bak dette er at mange frykter kostnadene ved å innføre nye systemer.

EVA® (Economic Value Added)

EVA® er en variant av residualfortjenestemetoden og den baserer seg på det å beregne den økonomisk verdi som er skapt utover den avkastningen som er forventet å tilfalle egenkapitalen. Fremgangsmåten for dette skjer ved justeringer og korrigeringer av regnskapstallene for å beregne den virkelige fortjenesten. Det er en del kritikk mot EVA® som går ut på at metoden kan være komplisert å bruke. En del av kritikken går på at det ikke blir foretatt tilstrekkelig med korrigeringer i forhold til det som blir sett på som påkrevet og dermed er formålet med å bruke metoden falt bort (Hoff, 2009).

I en residualresultatmodell kan vi uttrykke verdien av egenkapitalen som følgende:

Kinserdal s. 300

hvor

EKV = Egenkapitalverdi

EKB = Balanseført egenkapital

ÅR = Årsresultat

a = avkastningskrav

Formelen viser et resultat på egenkapitalen som gir ekstra avkastning utover det kravet som er stilt for EK avkastningen. I følge Kinserdal (2005:301) viser det at *”verdien av egenkapitalen er altså balanseført verdi pluss nåverdien av fremtidig residualresultat”*.

3.2.5 Normalresultatmetoden

For å bruke denne metoden må man anslå et fremtidig normalt resultat ut fra hvilke ressurser man har og hvilke resultatpotensialet man har ut fra analyse av de siste års resultat og de nærmeste års budsjetter. Det resultatet man kommer fram til måles i verdsettelsesårets kroneverdi. Kroneverdien kapitaliseres gjennom et realavkastningskrav, der det blir tatt hensyn til risiko utover risikofri rente. Ved normalresultat metoden må man i følge Boye og Dahl (1997) estimere

- *Fremtidig antatt normalresultat*
- *Avkastningskrav, herunder kvantifisering av forretningsmessig og finansiell risiko*
- *Fremtidig realvekst i normalresultatet*
- *Tidshorisont for kapitalisering*
- *Eventuell restverdi ved slutten av tidshorizonten ved begrenset tidshorisont*

De ovennevnte punktene må være nøye gjennomtenkte og godt dokumenterte, siden små nominelle endringer i variablene vil gi store utslag i verdien man har beregnet (Boye Og Dahl; 1997).

3.2.6 Likheter og ulikheter ved ressurs- kontantstrømbaserte modeller

Kinserdal (2005) viser til at det både er likheter og ulikheter ved disse modellene. Den viktigste likheten ligger i at man kan foreta verdiberegninger både av egenkapitalen og totalkapitalen. Forholdet mellom nyinvesteringer og avskrivning fremstår som den viktigste forskjellen mellom alternativene. I og med at avskrivning tas med som en kostnad i driftsresultatet i resultatregnskapet, mens den holdes utenfor i forhold til kontantstrøm fra driften i kontantstrømoppstillingen, vil de forutsetninger man tar om nyinvesteringer avgjør hvilke forskjeller alternativene gir. Hvis nyinvesteringer er lik avskrivningskostnadene vil alternativene bli ganske lik.

3.3 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller anses som lette å bruke og dermed blant de mest benyttede modeller. Modellene er lagt opp slik at man finner en regnskapsstørrelse for det

ønskede selskap og multipliserer denne med en multiplikator, som man finner ved å dividere det resultatet man har kommet fram til på børsverdien av samme selskap. Er det mulig, bruker man flere sammenlignbare selskaper for å finne gjennomsnittet av multiplikatorene. Ved verdsettelse av ikke-børsnoterte selskap, kan man bruke sammenlignbare selskaper som er børsnotert for å finne en multiplikator. Det er også mulig å bruke erfaringsbaserte størrelser som multiplikator. Det finnes varianter av modellen som ikke baserer seg på regnskapsstørrelser, men på andre målbare størrelser (Boye; 1998). De vanligste modellene av denne typen er Price/Earning (P/E) – modellen og Price/Book (P/B) – modellen. I tillegg har vi en modell som heter Price/Sales (P/S) – modellen, som vi vil nevne.

3.3.1 P/E – metoden

P/E er den mest brukte metoden for multiplikatormodeller og fortelle oss forholdet mellom pris pr. aksje og fortjeneste pr. aksje (earning pr. share – EPS). Verdien beregnes ut fra følgende:

Verdi = (Resultat før ekstraordinære poster – skattekostnad) * P/E – faktor
(Boye; 1998 : 44).

P/E-faktoren reflekterer en del forhold i selskapet og bransjen som for eksempel vekstpotensiale, utbyttepolitikk og risiko. P/E-faktoren vil variere både mellom de forskjellige bransjene og mellom bedrifter innen samme bransje.

Faktoren finner man ved å dele aksjeverdien på EPS. Den blir beregnet som et aksjeanalytisk nøkkeltall for de selskap som er børsnotert. Hvis man ønsker å bruke denne metoden for ikke-børs noterte selskaper, tar man ett eller flere representative selskap og finner gjennomsnitt P/E-faktor av disse som man bruker.

Faktoren har ligget på ca. 10 i gjennomsnitt på 90-tallet, unntaket er 1994 da den var opp mot 14. Ikke-børsnoterte selskap blir priset mellom 30% og 40% lavere og den viktigste grunnen til dette er at ikke-børsnoterte selskaper er mindre likvide. Full take-over og betydelige strategiske poster blir priset fra 20% til 60% høyere (Boye og Dahl; 1997).

Det er en del forhold rundt regnskapstallene man bør være observant på når man bruker P/E-metoden. Det er resultat fra normalår som bør ligge til grunn for

beregningen. Justerer man ikke resultatet for ekstraordinære poster, kan faktoren få en unormal verdi som kan gi betydelig utslag i verdivurderingen.

3.3.2 P/B-metoden

Metoden baserer seg på aksjekursen i forhold til bokført egenkapital (Price/Book). Denne metoden er etter P/E-tallet den mest benyttede multiplikatoren. Metoden bør kun brukes i sammenlikning mellom bedrifter innen samme bransje som er sterkt sammenliknbar i for eksempel finansieringsstruktur, regnskapspraksis etc.

Forholdstallet oppgis i prosenter og hvis det er 100, viser det forventninger som tilsvarer avkastningskravet fra eierne. Er tallet over 100 viser det høyere forventning enn eiernes avkastningskrav, og motsatt hvis tallet er under 100.

Forholdstallet kan man finne i børsstatistikken til Dagens Næringslivs mandagsutgave (Boye; 1998).

3.3.3 P/S-metoden

Metoden blir brukt der det er nødvendig å verdsette et selskaps verdi på bakgrunn av hvilke salgsinntekter de har. Dette kan forekomme for eksempel ved salg av hotell og forretningsbygg. Da er det spesielt at man ser på hvor stort belegg det er på overnattingsgjester ved et hotell, og hvilke leieinntekter man har for et forretningsbygg. Dette gjøres ved at inntektene multipliseres med en forhånds bestemt multiplikator. Metoden regnes som unyansert og bør brukes med varsomhet (Boye og Dahl, 1997).

3.4 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE

Ved opsjonsbasert verdsettelse er det fleksibiliteten som blir vurdert og verdsatt. I følge Damodaran (2002) har denne type verdsettelse vært mest vanlig for finansielle verdier, men har i den siste tiden også begynt å gjelde realverdier.

Mun (2003) peker på at bruk av opsjonsbasert verdsettelse har en svakhet ved at avgjørelser om NPV av de fremtidige kontantstrømmer blir tatt på et tidlig tidspunkt, til tross for at det alltid vil være knyttet usikkerhet rundt et fremtidig utfall. Gjennom å se på de fremtidige kontantstrømmene som forutsigbare, overser man muligheten for at avkastningskravet burde endres i løpet av prosjektperioden. Videre så blir hvert prosjekt vurdert separat fra den øvrige virksomheten, og dermed kan man miste

viktige elementer som for eksempel synergieffekter. Ved at verdivurderingen blir reflektert gjennom kontantstrømmene, vil faktorer som for eksempel strategiske vurderinger, som kan være viktig i denne sammenhengen falle bort.

Usikkerheten rundt de fremtidige kontantstrømmene og hvilket avkastningskrav som skal benyttes viser at NPV må betraktes som en utilstrekkelig metode i forhold til å vurdere realverdier på prosjekter og lignende investeringer.

3.5 AVKASTNINGSKRAV

Avkastningskrav blir av Gjesdal og Johnsen (1999) definert som ”*den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr på plasseringen med samme risiko som selskapet*”.

Videre viser de til fire forhold som vektlegges av denne definisjonen.

Forventet avkastning: De forventede fremtidige kontantstrømmene for et prosjekt eller virksomheten diskonteres. Verdien av kontantstrømmene kan man finne for eksempel ved å bruke historiske resultat eller veid sannsynlighet for ulike scenarioer. Ved bruk av historiske resultat, bør man være observante på ”unormale år”.

Alternativ plasseringer: Avkastningskravet må ses på som en alternativkostnad for investorene. Det skal gjenspeile hvilken avkastning man kan oppnå ved å plassere pengene på alternative prosjekter. Dette kan ses på som en konkurranse om å trekke til seg nødvendig kapital for å kunne gjennomføre et prosjekt eller få tilført kapital til en virksomhet.

Kapitalmarkedet: Avkastningskravet settes etter lønnsomheten i plasseringer som er risikomessig sammenlignbar. Det medfører at markedet må være åpent, integrert og effektivt, slik at investors alternativavkastning kan bli reflektert.

Samme risiko: Muligheten for avvik i avkastninger i forhold til forventningene vil være med på å påvirke avkastningskravet. Med utgangspunkt i at alle investorer er risikoaverse, så vil høyere risiko gi høyere krav til avkastning.

3.5.1 Avkastningskrav for egenkapitalen – Kapitalverdimodellen (CAPM)

Ved beregning av avkastningskravet for egenkapitalen er CAPM en mye brukt modell.

Gjerde (2010) sier ”CAPM viser sammenhengen mellom forventet avkastning og relevant risiko”. Der avkastningskravet utgjør risikofri rente + markedets risikopremie multiplisert med en beta verdi. En aksjes beta verdi forteller oss hvor mye aksjen svinger i forhold til markedet. $\beta = 1$ viser at aksjen svinger likt med markedet, $\beta < 1$ viser at aksjen svinger mindre enn markedet og $\beta > 1$ viser at aksjen svinger mer enn markedet. Markedets gjennomsnitt $\beta = 1$.

Modellen kan skrives som: $E(R_j) = R_F + [E(R_M) - R_F] * \beta_j$

Formel 3.10: forventet markedsavkastning

(Boye og Koekebakker; 2006), der:

$E(R_j)$ = Forventet avkastning

R_F = Risikofri rente

$E(R_M)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

$[E(R_M) - R_F]$ = Markedets risikopremie

β_j = Aksjens beta

I følge Boye og Koekebakker (2006) tar man kun hensyn til skatt når det gjelder den risikofrie renten og ikke når det gjelder markedsporteføljen. Vi vil da få følgende modell:

$E(R_j) = R_F(1-s) + [E(R_M) - R_F(1-s)] * \beta_j$

Formel 3.11: Avkastningskravet til egenkapitalen

For å sette den risikofrie renten anses at det mest korrekte er å bruke den lengste statsobligasjonsrenten (10 år) og legger til en kalkulert prisstigning (Boye og Koekebakker; 2006). Hvis tidshorisonten for investeringen ikke strekker seg så langt, kan man bruke renten for eksempel for 3-års eller 5-års løpetid.

Markedets risikopremie forteller oss om differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og risikofri rente. Differansen finner man ved å legge til grunn historiske avkastningstall. I dag anslås det at risikopremien ligger mellom 4% og 5% (Boye og Koekebakker; 2006).

3.5.2 Avkastningskrav for totalkapitalen – Veid gjennomsnitt av totalkapitalens kostnad (WACC)

Normalt ser man bort fra finansieringen ved vurdering av investeringer. For å få vurdert lønnsomheten må man derfor bruke et avkastningskrav for totalkapitalen.

Dette avkastningskravet finner man ved å splitte opp totalkapitalen i henholdsvis egenkapital og rentebærende gjeld. Disse veide andelene settes så sammen i følgende formel (Boye og Koekebakker; 2006):

$$\text{Avkastningskrav for totalkapitalen} = a_{EK} * k_{EK} + a_G * k_G (1-s)$$

Formel 3.12: Avkastningskravet til totalkapitalen.

der: a_{EK} = andel egenkapital

a_G = andel gjeld

k_{EK} = avkastningskrav for egenkapital

k_G = gjeldskostnad

s = skattesats

I følge Miller-Modiglianihypotesen er det sannsynlig at totalavkastningskravet blir lite påvirket av finansieringen. Kravet til egenkapitalavkastningen vil derimot bli berørt av finansieringen. Økt gjeldsandel vil øke den finansielle risikoen og dermed β , dette vil føre til et krav om større egenkapitalavkastning (Boye og Koekebakker; 2006).

4. Metode

4.1 Innledning

Metode kan sies å være valg av hvilken vei man ønsker å følge mot et mål. Metode dreier seg om fremgangsmåter ved innhenting av informasjon om virkeligheten, og hvordan vi skal forstå denne, slik at man kan få ny forståelse rundt de forhold man undersøker.

Metode består av flere trinn. Det første er å samle inn data. Dette kan gjøres på mange måter, og vi skiller mellom to hovedtilnærminger; Kvantitativ- og kvalitativ metode.

Kvantitativ data er som oftest utfylte spørreskjemaer, med forhåndsbestemte svaralternativer. Som navnet sier så har mengden av innsamlede svar betydning for å kunne benytte denne form for datainnsamling. Kvalitativ data kan bestå av bilder, lyd eller skrevne tekster. Her går man mer i dybden av det man ønsker å undersøke. En vanlig måte å foreta innhenting av kvalitativ data på, er gjennom intervju som man transkribere slik at det foreligger som skriftlig materiale.

Neste steg i prosessen er analyse av data. For kvantitativ data går det først og fremst i antall svar de enkelte alternativene har oppnådd. Det vanligste er å måle dette i prosenter. For kvalitativ data er det å få tak i meningsinnholdet i det materialet som er samlet inn. For begge metodene finnes det analyseverktøy som er med på å gjøre oppgaven enklere.

Siste steg er å tolke den innsamlede og bearbeide dataen. Det som ligger i tolkning, er å prøve å forstå det fenomenet man undersøker ved hjelp av det analyserte materialet. Dette gjelder først og fremst i den kvalitative metoden. Kvantitativ metode gir oftere svar som kan tolkes på en mer utvetydig måte som dermed kan være grunnlag for en konklusjon (Johannessen et al.; 2004).

4.2 Forskningsdesign

Forskningsdesign blir av Johannessen et al. (2004:397) definert som ”Hvordan en undersøkelse organiseres og gjennomføres for at forskningsspørsmålet skal kunne besvares...”. Forskningsdesign blir delt opp i ni kategorier og disse kategoriene blir fordelt i forhold til om det er et kvantitativt- eller kvalitativt design.

Forskingsspørsmålet (problemstillingen) på hvem og hva du ønsker å undersøke, er

med på å bestemme hvilket forskningsdesign som er mest hensiktsmessig å benytte. En egenskap ved kvalitativ metode er at man har flere muligheter å tilnærme seg problemstillingen på. Dette gjør i følge Johannessen et al. (2004) at rapporteringen av resultatet ved en kvalitativ undersøkelse får et økt krav om gjennomsiktighet, der hele prosessen blir nøye beskrevet.

4.3 Kilder

Kilder kan deles inn i primærkilde og sekundærkilde og blir av Johannessen et al. (2004:404-405) definert som ”*Informasjon gitt av en som har førstehåndskjennskap til den hendelsen eller fenomenet det gis informasjon om*” og ”*Annehånds informasjon, det vil si beretninger gitt av noen som ikke selv har opplevd fenomenet eller hendelsen det gis informasjon om*”.

4.4 Reliabilitet og validitet

Reliabilitet og validitet fortelle oss noe om påliteligheten og relevansen til den dataen som samles inn og benyttes til et forskningsprosjekt. I følge Johannessen et al. (2004: 227) er det uenighet om de samme begrepene kan brukes som kriterier for gyldigheten både i kvantitativ og kvalitativ forskning. Yin mener man kan gjøre det, mens Guba og Lincoln mener kvalitativ og kvantitativ forskning må betraktes på forskjellige måter. De gjør dermed bruk av andre begreper som, pålitelighet, troverdighet, overførbarhet og overensstemmelse som mål på kvalitet i kvalitativ forskning.

Johannessen et al. (2004) mener at de samme begrepene kan i noen tilfeller brukes både ved kvantitative og kvalitative undersøkelser. I andre tilfelle skiller en kvalitativ studie seg ut, slik at det er behov for andre begreper som mål på kvaliteten.

Innenfor kvantitativ forskning kan dataens reliabilitet (pålitelighet) testes på flere måter. Man kan foreta en såkalt test-restet-reliabilitet ved å gjennomføre samme test på samme gruppe på ulike tidspunkter, eller man kan gjøre en inter-rater-reliabilitet ved at flere forskere undersøke det samme fenomenet og sammenlikner resultatet. I begge tilfellene vil stor grad av resultatlikhet være et mål på høy reliabilitet. Innenfor kvalitativ undersøkelser skjer innsamlingen av dataen på en annen måte. Det går på ting som struktur, kontekst og ikke minst at forskeren kan bruke av seg selv når dataen skal samles inn. Dette medfører at man ikke kan stille samme krav om reliabilitet i forhold til kvantitativ undersøkelser. En måte å styrke reliabiliteten på i

en kvalitativ undersøkelse er å gi en grundig beskrivelse av metoden under prosessen og hvilken kontekst som gjelder for undersøkelsen (Johannessen et al.; 2004)

Troverdigheten til en undersøkelse går ut på om vi måler det vi tror vi måler. I fagterminlogien betegnes det som begrepsvaliditet. Begrepsvaliditeten måles ikke på samme måte i kvantitative og kvalitative undersøkelser. I likhet med reliabiliteten, må man ha god kjennskap til konteksten for å kunne si noe om begrepsvaliditeten innenfor kvalitative undersøkelser. Det er to teknikker som er med på å øke troverdigheten til en kvalitativ undersøkelse, den ene er vedvarende observasjoner og den andre er triangulering. Vedvarende observasjoner er med på å gjøre det lettere å skille relevant og ikke-relevant informasjon. Metodetriangulering er å kombinere ulike metoder til å observere det fenomenet man undersøker.

Videre har vi det som heter ekstern validitet, som ser på om resultatet fra en undersøkelse er overførbar til tilsvarende fenomener. I metodeverden blir resultatet fra kvantitative undersøkelser gjerne et generaliserende bilde på virkeligheten, mens fra kvalitative undersøkelser blir resultatet og den kunnskapen man har tilegnet seg gjerne overført til sammenlignende tilfeller (Johannessen et al.; 2004).

4.5 Bruk av metode

4.5.1 Forskningsdesign

I og med at vårt forskningsspørsmål er en verdivurdering av SinkaBerg-Hansen AS, blir dette en case-undersøkelse. Johannessen et al. (2004) peker på to kjennetegn ved en case; avgrenset fokus og inngående beskrivelse. Dette mener vi er essensielt for å kunne besvare vårt forskningsspørsmål, der vi ønsker å holde et avgrenset fokus, kun på denne bedriften, og vil gå i dybden på forhold som omfatter bedriften.

Yin beskriver case studier i to dimensjoner, der han ser på antall caser man har i studiet og antall enheter som analyseres. Ut fra dette kan man sette opp en tabell som viser hvilken strategisk tilnærming man har til casen.

Tabell 4.1: Fire designstrategier for casestudier (Johannessen et al.; 2004:85)

Temaet man har valgt å studere	Personer / felt som kontaktes	
	Enkelt case design	Fler-case-design
En analyse-enhet	Studium av en Sammenhengende Enhet	Studier av mange av samme type felt eller personer på tvers av tid og rom
Flere analyse-enheter	Et felt, men selektiv fokus På begrensede delfelt og/eller personer	Multi-case design med vekt på utvalg av begrensede delfelt og/eller personer

Vår case bygger på enkelt case-design med en analyseenhet.

Yin viser også til fem komponenter som er spesielt viktig ved gjennomføring av caseundersøkelser.

Disse er *1. Forskningsspørsmål 2. Teoretiske antagelser 3. Analyseenheter 4. Den logiske sammenhengen mellom data og antagelsene 5. Kriterium for å tolke funnene.*

Hvis man følger disse komponentene vil man ha tre mulige utfall av rapporteringen. *1.Beholde eksisterende teori 2.Videreutvikle eksisterende teori 3.Bygge helt ny teori* (Johannessen et al.; 2004).

4.5.2 Kildebruk og innsamling av informasjon

Vi har brukt både primærkilder og sekundærkilder når vi har hentet inn informasjonen som danner grunnlaget for å gi svar på forskningsspørsmålet.

Primærkilden er selskapet selv, der vi har hentet inn årsrapporter for 2005-2008, videre har vi hatt ett intervju med økonomiansvarlig Roar Myhre i SinkaBerg-Hansen AS for å få en dypere forståelse av selskapet, og svar på ting som vi syntes har vært viktig for å kunne gi en så korrekt konklusjon som mulig av forskningsspørsmålet.

Videre har vi fått tilgang på dokumenter fra selskapet, som sammen med intervjuet har gitt oss et bedre grunnlag for å forstå de valg de har tatt og de muligheter som ligger foran dem.

Sekundærdata har vært statistikker fra SSB, Intra-fish og Fish-pool samt artikler fra media. Det er mye tilgjengelig informasjon som er relevant for vår oppgave.

Oppdrettsbransjen har generelt vært mye i fokus av ulike årsaker. SinkaBerg-Hansen AS har vært spesielt i fokus, ettersom fiskeriminister Lisbeth Berg-Hansen er medeier i selskapet. Dette har skapt et media kjøp både mot henne og selskapet. Videre har vi hentet inn data fra Oslo Børs for å foreta en sammenlikning med et tilnærmet likt selskap som er børsnotert. Dette for også å kunne fastsette en betaverdi i forhold til avkastningskravet. Selskapet vi har valgt er SalMar AS, og bakgrunnen for dette valget ligger i tilnærmet lik kjernevirksomhet som SinkaBerg-Hansen. Videre har vi hentet inn bransjetall for å kunne si noe om utviklingen i forhold til bransjen for øvrig.

Under arbeidet med regnskapstallene, som vi har fått fra bedriften, oppdaget vi feilsummeringer i en kontantstrøm oppstilling. Dette påvirket ikke vårt arbeid i og med at vårt grunnlag for verdivurderingen ligger i årsresultatet, men det har fått oss til å tenke at hvis reliabiliteten skal holde mål, bør man være observant og ikke ta all informasjon man får fra kildene for gitt.

5. Strategisk analyse

I denne delen av oppgaven er det viktig å analysere selskapet på alle mulige måter. For at verdivurderingen skal bli mest mulig korrekt er det viktig å ta for seg de faktiske forhold om selskapet. Forhold som avhenger av deres posisjon i markedet og i deres omgivelser, der det ikke bare er materielle eiendeler og de finansielle eiendeler som avgjør selskapets verdi. For å estimere en mest mulig korrekt verdi av SBH må man gjøre seg godt kjent med selskapet, og man bør også ha gode kunnskaper om markedet, næringen og bransjen som de opererer i. For oss som gjennomfører en verdsettelse fra utsiden av selskapet, vil vurderingen absolutt være avhengig av de strategiske beslutningene selskapet tar og hvordan de planlegges gjennomført. Det kan da være grunnlag for viktige justeringer angående verdsettelsen, hvis det skjer endringer i bedriftens strategi. Dette kan sannsynligvis føre til at et selskap vil velge en strategi som gir mest verdi inn i kassen for å si det folkelig.

Alle disse faktorene er viktige når en skal verdsette selskapet, det er derfor viktig å være klar over de ulike parametere eller modellene som hjelper til i denne prosessen. I denne delen av oppgaven vår vil det være viktig å finne frem til de faktorene som fører til at man får meravkastning på SBH, og som kan gi meravkastning i fremtiden for bedriften. I disse analysene vil vi avdekke de faktorer vi mener har størst betydning for selskapet.

Når en skal utføre en strategisk analyse av en bedrift er det mange modeller som man kan bruke: eks. Porters bransjeanalyse også kaldt "Five Forces". Vi kommer også til å bruke PESTE-modellen for å se på de ytre forhold for selskapet. Det vil si hvilke eksterne faktorer som påvirker bedriften. For å få et vist system på de interne faktoren mener vi at det vil være fordelaktig å bruke en VRIO-analyse. For at man skal kunne flette alle disse modellene og analysene sammen kan man oppsummere med en SWOT-analyse, slik at man får satt de fleste resultatene og observasjonene inn i ett system.

5.1 Five Forces

Et av de mest brukte strategi-analyseverktøy på økonomistudiet har vært Porters bransjeanalysemodell Five Forces. Denne modellen viser bedriftens strategiske forhandlingsmakt i et marked. Modellen fremstiller dette ved hjelp av fem faktorer: trusler fra inntrengere, leverandørens forhandlingsmakt, substitutter, intern rivalisering, og kundens forhandlingsmakt. Dette vil bli illustrert litt senere i kapitlet.

5.1.1 Intern rivalisering eller bransje rivalisering

Norsk laksenæring eller oppdrettsnæringen består av mange hundre aktører. Desto flere aktører, desto mer rivalisering og dette gir igjen større kostnader i bransjen, som igjen fører til lavere marginer. (Hill, C., Jones, G; 2007).

Næringen er også eksponert for utenlands konkurranse eller rivalisering. Kampen, som rivaliseringen hovedsaklig går på her i Norge, er kampen om konsesjonene. Noen av de følgene som man så på tidlig 2000 tallet var at de små ble kjøpt opp av de største, slik at man fikk færre bedrifter som produserte små volum og det ble vanskeligere som liten aktør å etablere seg, siden man lett kunne bli kjøpt opp av en større aktør.

De sterkeste konkurrentene til norsk nordatlantisk laks er Chile, Irland, Skottland og Canada. Den sterkeste konkurrenten på verdens basis er Chile, men de har det siste året slitt med sykdom i næringen. Det har ført til at bransjen i nord har tatt over det meste av markedsandelene til Chile, dette har også vært med på å drive prisen på laks opp. I 2009 eksporterte Chile 578 000 tonn fersk laks dette, var en reduksjon på ca. 510 000 tonn fra året før. De største grunnene til at det har vært en så drastisk nedgang er smolt mangel og sykdom på fisken. Vi kan lese dette slik at man har mindre rivalisering, men det er liten tvil i bransjen at Chile kommer tilbake etter at de blir kvitt sykdommen. (Kontali, rapport for 2009). På grunn av disse frekvente sykdoms utbruddene i Chile, er det usikkert på hva som vil skje i bransjen når de kommer tilbake på markedet med frisk fisk.

Når vi legger til grunn disse faktorene på den interne rivaliseringen i bransjen, kan vi tenke oss at utviklingen med konkurranse nå er veldig liten og etterspørselen etter laks er høyere enn tilbudet av produkt. Men siden man regner med at Chile kommer

tilbake, vil konkurransen øke og man får redusert fortjeneste på produktet. Vi ser også at det vil stadig være en høy konkurranse mellom Norske bedrifter i fremtiden.

5.1.2 Inntrengere

Oppdrettsnæringen i Norge er preget av at den som ønsker å komme inn som ny aktør, må ha konsesjon for å drive med laks. Dette er en sikkerhet for staten som gjør at man ikke mister kontrollen med den totale driften, og man får en mer sunn framvekst av bransjen. Dette er en motsetning i forhold til Chile som har vokst veldig fort, og kanskje har kommet ut av kontroll. Altså som nyetablerer eller ”inntrenger” i markedet er man helt avhengig av konsesjoner for å komme til.

Når en konsesjonsrunde er i gang og før man får tildelinger, kan myndigheter sette krav til aktørene og påvirke utviklingen av næringen ved dette. Myndigheter har til nå ført en politikk der de minste skal få lettere tilgang på konsesjon enn de store. Dette har gjort at inngangsbarrieren har blitt lettere å forsere, men det har også ført til at det har blitt vanskeligere å vokse seg for stor for fort.

”Stordriftsfordeler er til stede dersom enhetskostnadene for et produkt eller en tjeneste synker etter hvert som produksjonsvolumet (for en gitt periode) stiger.”

(Roos, G., von Krogh, G.;2005:107). Ut fra dette viser det at i oppdrettsnæringen er mulig med stordriftsfordeler, blant annet ved at en kan få bedre avtaler med kunder og leverandører. Dette innebærer at det stadig er noen etableringsbarrierer for små og uetablerte bedrifter. Det er også store startkostnader forbundet ved etablering innenfor denne næringen. Det tar som regel noen år før man kan regne med å oppnå overskudd, dette medfører at man er avhengig av mye kapital i oppstartsfasen.

Vi vil også trekke fram at profitten i Norge har de senere årene blitt mindre enn det som var normalt tidlig på 2000-tallet. Mye av dette grunnet reguleringer og pålegg fra staten, blant annet med å bukt med sykdommer på laksen. Det medfører ekstraordinære kostnader når man for eksempel må avluse fisken. Dette gjør at kostnadene for nyetableringen blir høyere, slik at det kan skape større usikkerhet med tanke på å gjennomføre prosjekt innenfor denne bransjen.

Innenfor oppdrettsnæringen kan vi oppsummerer med at det er relativt store etableringshindringer. Dette kommer for det først av at man må ha konsesjon for å drive med oppdrett. Deretter kommer det store oppstartskostnader ved å drive med

oppdrett. Alle disse faktorene er positive for SBH AS. Og gjør at nyetablering innen for denne bransjen er vanskelige.

5.1.3 Substitutter

”Å identifisere substitutter vil si å se etter andre produkter som kan dekke samme funksjon som produktet til den aktuelle bransjen” (Roos, G., von Krogh, G.;2005:112). Substitutter for SBH AS sine produkter, vil være alt av matvarer for å generalisere litt i begynnelsen. Fordi alle matvarer kan dekke behovet ”sult” for en konsument. Det vi mener er viktig for en person som skal velge sitt produkt, er pris i forhold til hva man har behov for. Hvis man skal velge et substitutt som ligger nærme norsk laks, må man se til annen fisk. Vi antar også at laks som er produsert av utenlandske aktører vil være et substitutt. Vi kan også anta at ulike produkter fra kjøtt markedet er å se som substitutter, deriblant kylling, kalkun og annet magert kjøtt.

Vi vil oppsummere med at trusselen fra substitutter er reell, også siden prisen på laks har vært relativt høy. *”Det vil ikke ta lang tid med denne høye prisen før de store konsumentene vil finne substitutter for Norsk Laks, der de store konsumentene er Coop, Rema og de store kjedene”*. Sier Myhre ved SBH AS. Når en kommer til mat er det ikke alltid de mest nærliggende produktene som kan ses som substitutter men all matvarer som dekker forbrukerens behov. Men vi kan også si at den største trusselen kommer fra laks som er produsert i andre land.

5.1.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

SBH har 14 konsesjoner som utgjør en andel på 5 % i den norske bransjen. Dette kan regnes som en betydelig andel, og gjør dem til en viktig kunde for leverandørene. I Norge er det i dag 3 fiskefôr leverandører av betydning. Det er Skretting AS, EWOS AS og Biomar AS. Størrelsen er i den rekkefølgen, og de har en total markedsandel i 2008 på ca 98,9% ifølge intrafish.no. SBH bruker pr. i dag EWOS til det meste av fôret og supplerer med Skretting der EWOS ikke strekker til.

Siden det bare er tre leverandører av laksefôr i Norge i dag, kan dette være med på å presse opp prisen på fôret. Dette kan igjen føre til høyere kostnader for produksjon av fisken. Det trenger ikke bare være negativt med få tilbydere av fôr. Som en stor aktør, slik SBH må regnes å være, kan det være lønnsomt å få de som kunde. Dette viser at størrelse har betydning for å få innflytelse i en forhandlingssituasjon.

Vi vil også peke på en annen faktor, når en ser på leverandører. Det er sluttproduktet som SBH sitter igjen med når de har fóret opp fisken. Blir kvaliteten på fisken bedre hvis man får velger en leverandør fremfor en annen? Dette kan igjen gi leverandøren litt makt hvis det er en sammenheng mellom fórlleverandør og sluttproduktet. I de senere årene har man vært mer bevist på å kjøpe "billigere" fóre enn tidligere. Dette grunnet at en har funnet ut at en ikke trenger like mye fargestoff i fóret for å få samme farge i fisken. Dette har igjen ført til at man har spart mye penger ved å kjøpe fóre til en lavere kvalitet enn hva man har gjort tidligere.

5.1.5 Kundenes forhandlingsmakt.

SBH bruker Halvard Lerøy AS som sitt salgsapparat, og mener at de ved hjelp av dette vil nå et mer stabilt og sikkert marked av konsumenter. Halvard Lerøy AS står i dag for 15 % av all laks som selges fra Norge. Laksen som SBH produserer i Namdalen blir eksportert til alle landene som Lerøy selger til. Dette vil si til hele verden, og alle markeder som finnes.

"Kundens forhandlingsposisjon er kundens evne til å forhandle seg til lavere priser, eller sørge for at selskapet må øke kostnadene sine i form av at man krever bedre kvalitet eller service" . (Hill, C., Jones, G.;2007). For oppdrettsnæringen kan man skille mellom to ulike produkter dette er filet og rund fisk. Filet er klar til å bli solgt til konsumentene. Mens rund fisk må skjæres i, det vil si at man svært sjelden selger den til sluttbrukeren av produktet.

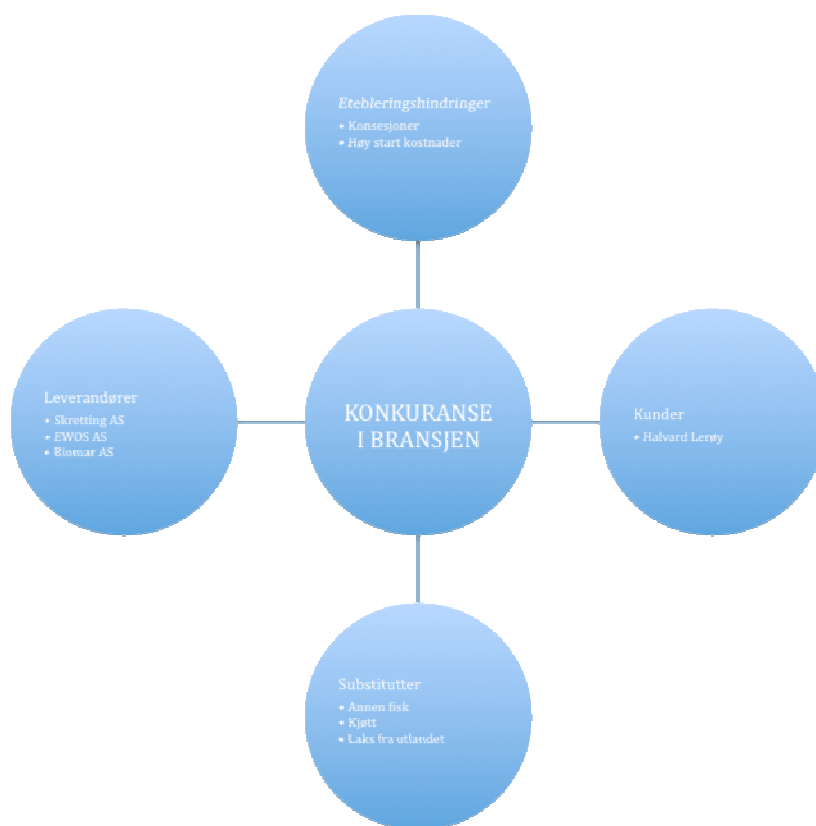
Vi antar at Lerøy har sitt nettverk og vil eksportere gjennom dette til sine faste kunder. Hvis de blir store nok, vil de bli så viktige at man kan bli tvunget til å gi dem gode avtaler. Ut fra et kundeperspektiv kan et samarbeid med en betydelig aktør på eksportsiden være både positivt og negativt for SBH. Den positive siden er tilgangen til markedene, og den negative siden kan være Lerøys posisjon når avtaler skal forhandles. Vi ser dette ligner på hva vi har skrevet om leverandørenes forhandlingsmakt. I enkelte tilfeller kan det være vanskelig å si om en aktør er kunde eller leverandør.

5.1.6 Oppsummering av Five Forces

Ut i fra det vi har diskutert ovenfor og hvis vi ser dette i perspektiv til Porters konkurransekraftsmodell, kan vi oppsummerer med at det er stor konkurranse i oppdrettsnæringen, og selv om SBH har en relativ liten markedsandel vil de ha nok kontroll over leverandører og kan posisjonere seg i forhold til markedet slik at man har en bra strategisk posisjon. Dette gjelder også akkurat nå som de er inne i en periode med gode priser grunnet det som skjer i Chile og økt etterspørsel etter produktet.

Vi vil karakterisere oppdrettsnæringen som en fullkommen konkurranse. Dette på tross av at det skal mye midler til for å etablere seg i næringen, så drives prisen på laks kun etter tilbud etterspørsel. Men de fremtidige prisene og rivaliseringen kan ses på som rivalisering mellom norske interesser mot utenlandske interesser, der Chile kommer til å vinne mye markedsandeler når de får bukt med sykdomsproblemene sine.

Vi vil oppsummere hele analysen ved å sette dette inne i Modellen:



Figur 5.1: Illustrasjon av Five Forces

5.2 PESTE-analyse

Til nå har vi tatt for oss SBH igjennom Porter sin konkurransestrategi modell. Vi mener at det også vil være hensiktsmessig å bruke PESTE-analysen, som tar utgangspunkt i bedriftens strategiske posisjon i relasjoner til politiske forhold, økonomiske forhold, sosiokulturelle forhold, demografiske forhold, teknologiske forhold og samfunnsmessige forhold. (Roos, G., von Krogh, G.;2005).

Porter sin modell tar for seg bedriften i et mikroøkonomisk perspektiv, mens PESTE tar for seg bedriften i et mer makroøkonomisk perspektiv. Vi vil kartlegge disse sammenhengene for hele bransjen og se på hvor SBH AS befinner seg i forhold til dette.

5.2.1 Politiske forhold

Vi ser her at når vi kommer til politiske forhold, vil det føre til økonomiske konsekvenser for bransjen. Dette ser vi blant annet ved de pålegg man får fra staten når det gjelder avlusing av laksen. Dette problemet har fiskeridepartementet bestemt at næringen selv skal ta seg av.

Risikoer kan oppstå på bakgrunn av politiske faktorer både i Norge og i utlandet. Sannsynligheten for at slike risikoer vil oppstå anser vi til å være relativt liten. Dette som en konsekvens av blant annet avtaler gjennom WTO og mellom regionale handelsblokker, som etter vårt syn gjør markeder lettere tilgjengelig.

De fleste lover og reguleringer som denne næringen må forholde seg til, kom tidlig i næringens historie. Norsk lovgivning er stabil og vil ikke skifte over natta. Dette gjør at premissene for produksjon i Norge er veldig stabile.

Man kan oppleve at endringer i premissene kan skje raskt og være uforutsigbare. Man opplevde det i forhold til det russiske markedet i fjor, der man ble stengt ute på grunn av beskyldninger om underprising av fisken og ikke tilfredsstillende kvalitet knyttet til tilgangen på fôr. Dette viser at næringen er veldig sårbar for plutselige forandringer ved lovgivningen og de premissene som politiske forhold ellers legger til grunn.

5.2.2 Økonomiske forhold

Når vi kommer til økonomiske forhold vil vi, siden SBH opererer igjennom Halvard Lerøy AS i det internasjonale markedet, se på hvordan verdensøkonomien spiller inn på SBH sin strategiske posisjon. Verdensøkonomien har de siste årene vært veldig ustabil og vi har opplevd en nedgangskonjunktur som også påvirker oppdrettsnæringen. Det forventes nå at man vil få en stadig raskere rekreasjon av verdensøkonomien i de neste årene, i følge Consensus Forecast. Den mest interessante økonomien man må følge med på utviklingen, vil være den amerikanske. Det er uten tvil den økonomien som har mest å si når det gjelder utviklingen for resten av verdensøkonomien. Det forventes også at EU-økonomien forbedrer seg og blir mer stabil i tiden framover.

En annen økonomi som man bør rette blikket sitt i mot er Kina. Den forventes å stadig vokse og vi anser at den på sikt vil utgjøre en betydelig del av verdensøkonomien. De får stadig bedre råd og importen blir ikke mindre. Kina regnes som den økonomien med størst potensialet for laksenæringen i fremtiden.

Prisutviklingen er forventet å holde seg stabil men ikke høy det neste året. Noen av de faktorene som kan være med på å antyde prisen i fremtiden vil være kursforholdet mellom NOK/USD og NOK/EUR. Ifølge Kontali rapport (01.02.2010) vil markedetsandelen til Norge øke med opp til 20% i 2010 hvis det ikke blir noen store endringer i valutakursene.

For SBH og andre oppdrettsbedrifter anser vi at næringen ikke er mer konjunkturutsatt enn andre industrinæringene. Veksten som har vært de siste årene har fulgt samme trend. Som nevnt ovenfor kan det komme en positiv utvikling det neste året, men dette under forutsetning at det ikke blir noen store kursendringer på valutaen. Det er også nevnt ovenfor at den amerikanske og kinesiske økonomiens utvikling vil være viktig for de neste årene.

5.2.3 Sosiokulturelle og Demografiske forhold

Den senere tiden har det vært mye fokus på forurensning blant mennesker. Miljøperspektivet har vokst fram som et mer og mer trendig uttrykk. Denne trenden har gjort seg vesentlig markert i vesten og den har også kommet til oppdrettsnæringen, der debatten har dreid seg om alt fra lakselus til kloakkavfall.

Rømning av fisk fra merdene og sammenblandingen med vill laks har også vært et tema i mediene de siste årene. Det er åpenbart at holdninger til miljø er noe som er kommet for å bli, men i følge Roar Myhre hos SBH opplever ikke de noen negative strømninger fra lokalmiljøet som følger av negative hendelser innen oppdrettsnæringen. Årsaken til at man nå er mer miljøbeviste enn før, er vel en rekke naturkatastrofer i den senere tiden og ett klima som man antar er under endring. Dette antar vi vil ha en påvirkningskraft på det valget en konsumenten tar når man skal velge produkt. Det finnes mange deler av befolkningen som aldri har smakt eller vet hva laks er, eller at det finnes et produkt som heter laks. Siden laks fremdeles blir sett på som en "luksusvare" og kanskje en delikatesse i enkelte land, ser vi ikke noen utvikling i markeder til land som fremdeles kan betegnes som u-land. Derfor antar vi at man bør konsentrere seg om eksisterende markeder og holde seg godt oppdatert på de markedene man tror vil vokse i den nærmeste fremtiden.

5.2.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske utviklingen i næringen har vært formidabel. Man har gått fra full manuell produksjon via halvautomatisk til helautomatisk produksjon. Laksenæringen i Norge har vært helt utenom det vanlige når det har kommet til å vise vilje angående å adoptere ny teknologi. Dette har blant annet ført til effektivisering både når det gjelder kostnader og ressursbruk. Det har ikke bare vært effektivisering når det gjelder slakting som har gjort at næringen har lyktes, også når det gjelder fór teknologi og smolt teknologi har det vært en betydelig utvikling. Alle disse faktorene har vært med på å øke volumet som produseres. SBH har vært en pioner innen det å ta i bruk nye systemer og teknologi for å effektivisere produksjonen mest mulig.

5.2.5 Samfunnsmessige forhold

Når en kommer til samfunnsmessige forhold, har det i den senere tid kommet mange nye lover for å regulere laksenæringen. Bakgrunnen for mye av dette er for å minske rømning av laks, redusere spredningen av lakselus til vill laksen eller redusere sykdomsutbrudd blant andre fiske slag. Dette blir mye av det samme som har vært nevnt i noen av de forholdene ovenfor og står i sterk sammenheng til de nasjonale politiske premissene næringen blir stilt overfor.

5.2.6 Oppsummering av PESTE-analyse

Det virker som de økonomiske konsekvensene ved de politiske reguleringene gjennom lover og forskrifter er relativt små for SBH og bransjen generelt. Selv om marginene blir noe mindre, tjener næringen fremdeles penger. Den norske næringen vil fremdeles være veldig konkurransedyktig i fremtiden, spesielt på grunn av sin evne til å adoptere ny teknologi og se mulighetene til effektivisering. Dette gjelder også volum og logistiske forhold.

Som nevnt ovenfor er vi inn i en lavkonjunktur med ett voksende marked i Kina, og en stadig forbedring i USA. Dette fører også til at forbrukeren vil få ett stadig høyere konsum, det vil være positivt for hele næringen også SBH. Vi vil runde av PESTE-analysen med å si at SBH har en god inntjenings mulighet og at de har vært gode til å investere i ny teknologi.

5.3 VRIO-analyse

Ved å gjennomføre en VRIO-analyse får man kartlagt bedriften sine varige konkurransefortrinn og hvilke ressurser selskapet disponerer. Den vil også avdekke om bedriften har mulighet til å tjene mer enn normalavkastningen for like risikable investering over lang tid. De varige konkurransefortrinnene kan avhenge av flere forhold. Et av forholdene kan være at bedriften skiller seg særdeles positivt ut fra andre selskap i samme bransje. En annen grunn til at man ønsker å gjennomføre en VRIO-analyse kan være at en ønsker å analysere bedriften internt og få oversikt hvordan virksomheten fungerer internt.

For å analysere firmaet bruker vi følgende framgangsmåte: Vi leter etter egenskaper som gir bedriften ett konkurransefortrinn og disse er som regel verdifulle, sjeldne, vanskelig å kopiere og godt organiserte.

I denne analysen vil vi prøve å finne frem til de ressursene som SBH besitter, og identifisere eventuelle konkurransefortrinn. Disse konkurransefortrinn er viktige fordeler for selskapets levedyktighet og dens inntjeningsevne over tid. SBH er i en næring som frem til i dag har opplevd sterk vekst, men det er til tider store svingninger i denne bransjen. For SBH gjelder det å holde eller øke sin markedsposisjon, dette må gjøres via samarbeid mellom alle ledd i verdikjeden til bedriften. Vi har identifisert følgende ressurser hos SBH som vi mener er kritiske:

teknologi og utvikling, finansiell styrke, produksjon, konsesjoner, lokalisering, organisasjon, ledelse, kompetanse, samarbeidspartnere og ansatte. Vi velger å sette disse kritiske faktorene inn i en tabell for å få en bedre oversikt:

Tabell 5.1: VRIO-analyse satt i tabell

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Konkurrans- fortrinn	Meravkastning etter Utfall
Teknologi Og Utvikong	Ja	Nei	Ja	Nei	r=k
Finansiell Styrke	Ja	Nei	Ja	Nei	r=k
Produksjon	Ja	Nei	Ja	Nei	r=k
Konsesjoner	Ja	Nei	Ja	Nei	r=k
Lokalisering	Ja	Nei	Ja	Ja, over en kortere periode	r>k
Kompetanse	Ja	Ja	Nei	Ja	r>k
Organisasjon	Ja	Nei	Ja	Nei	r=k
Ledelse	Ja	Ja	Nei	Ja	r>k
Samarbeidspartnere	Ja	Nei	Ja	Over kortere perioder	r>k
Ansatte	Ja	Ja	Ja	Ja, men over en kortere periode	r>k

Når det kommer til immaterielle ressurser innenfor denne næringen vil vi trekke fram disse; konsesjoner, lokaliteter, goodwill og menneskelige ressurser. SBH har i dag 14 selv eide konsesjoner til å drive med oppdrett av fisk. Mens de til sammen betjener i det hele 17 konsesjoner med de eksterne slaktekundene. Konsesjonene for oppdrett vil ha en høy verdi, det er i dag satt en standard på 1000 tonn man kan forvente seg i fra 1 konsesjon. Denne standarden er satt av Marine Harvet på tidlig 2000-tallet. Men disse blir ikke verdsatt i regnskapet. Selskapet har ikke gjennomført noen store oppkjøp, så det har fram til nå ikke opparbeid seg noe goodwill.

Produksjon og Lokalisering anser vi som svært gode. Dette på grunn av at lokalisasjon er på et svært gunstig sted i Norge. Det er ingen store hindringer for videre ekspansjon av produksjonsvolum eller produksjonsareal. Det viktigste kan vi si

er å øke mest mulig kg per konsesjon og holde denne så høy som overhode mulig. Vi har inntrykk av etter intervju med Roar Myhre at sykefraværet er svært lavt og det er solide arbeidere som er ansatt i bedriften. Dette er en veldig viktig ressurs for dem. SBH er lokalisert i et området der arbeidsledigheten per dags dato er under 1 %. Det er veldig vanskelig å få tak i stabil og solid arbeidskraft her. SBH vil tjene på å ha en solid og stabil arbeidsstokk.

Kompetanse nivået kan også regnes som høyt i bedriften. Vi mener at bedriften har høy kompetanse som er opparbeidet over tid og denne må ses på som uvurderlig, og kommer til nytte for hele verdikjeden. Hvis vi sammenligner bedriften med de virkelige store som Marina Harvest AS og SalMar AS, mener vi ledelsen utmerker seg som innovative og kreative med veldig få ressurser tilgjengelige. En av de som leder SBH har kompetanse fra 40 års drift med havbruk. Økonomiansvarlig ved virksomheter har jobbet lenge innen banknæringen og har gode kunnskaper om hva som er sunn drift. Vi mener at dette innebærer at administrasjonen og ledelsen er meget kompetente.

Den finansielle styrken til selskapet blir omtalt i regnskap og nøkkeltallanalysen, så denne velger vi å ikke si noe om i dette kapitlet.

Vi mener også at det samarbeidet mellom SBH og Lerøy er utslagsgivende og gjør at man har potensialet til å nå ett større marked enn om virksomheten, som i verdens sammenheng er liten, skulle gjort det samme selv.

5.3.1 Konklusjon av VRIO-analyse

Vi konkluderer med at SBH har flere viktige resurser som gir dem en konkurransefordel. Dette gir bedriften mulighet til å være lønnsom i fremtiden også. Vi vil anta at fokus på ressursene som er nevnt ovenfor vil gi bedriften den spesielle fordelene som gjør at bedriften vil lykkes i fremtiden også. Og vi mener at dette konkurransefortrinnet vil vedvare i fremtiden.

5.4 SWOT-analyse

For å oppsummere hele strategianalysen har vi valgt å sette all informasjon og de viktigste punktene inn i en SWOT-analyse. Dette gjør det også mer oversiktlig.

Hensikten med en SWOT-analyse er at man skal analysere de eksterne forholdene til bedriften med trusler og muligheter og analyser bedriften internt med styrker og svakheter. De to første analysen tok for seg bedriften i et eksternt perspektiv. Og den siste tok for seg bedriften i et internt perspektiv.

Formålet med strategianalysen vår er å få avdekket om SBH har noen fortrinn, som indikatorer på fremtidig avkastning. Analysen har også prøvd å avdekke trusler og svakheter ved videre drift som kan gi tap eller ingen avkastning. Når vi ser på SBH helhetlig har den mange styrker og muligheter som vi anser som å overskygge trusler og svakheter som vi har konkludert med i analysen vår.

På grunnlag av hva vi har kommet frem til underveis i analysen har vi satt opp en tabell:

Tabell 5.2: SWOT-analyse en oppsummering av strategianalysen

Styrker	Muligheter
<ul style="list-style-type: none"> • Høyt kompetanse nivå • God ledelse • Solid arbeidskraft • Godt samarbeid med forprodusenter 	<ul style="list-style-type: none"> • Utbyggings muligheter • Nye konsesjoner • Økt produksjons volum og areal • God inntjeningsmuligheter
Svakheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Høye videre utviklings kostnader • Vanskelig å kapre markedsandeler 	<ul style="list-style-type: none"> • Politiske barrierer, handelsblokader • Høy konkurranse • For høy pris over lang tid

6. Finansanalyse.

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en regnskapsanalyse og nøkkeltallsanalyse. I verdsettelsen av et selskap og bedrifter kreves det at det forventes lønnsomhet i fremtiden. Det er derfor nødvendig at man gjennomfører slike analyser, for å se at forventningene har ett tallmessig fundament. Dette gjør også at vi får oversikt over de økonomiske forholdene i Sinkaberg-Hansen AS. Vi vil også vurdere i denne analysen om det er grunnlag for videre drift av SBH.

6.1 Regnskapsanalyse.

Når man investerer i et selskap, og tenker lønnsomhet, er regnskapsanalyse en måte å vurdere den aktuelle bedriftens evnene til å møte sine gjeldsrelaterte finansielle forpliktelser gjennom betaling av rentekostnader og avdrag til rett tid. (Revsine, Lawrence, Daniel W. Collins and W. Bruce Johnsen; 2001)

I utarbeidelse av regnskap i Norge er dette lovregulert, og kan ses på som et rammeverk for de regnskapsprinsipper som skal benyttes i praksis. Vi vet at finansregnskapet bygger på historisk kost prinsippet, det vil si at verdsettelsen av eiendeler og måling av kostnader skal ta utgangspunkt i historisk kostpris på transaksjonstidspunktet.

En bedrift som vil bli vurdert til å ha god kredittverdighet, må kunne vise til forventede fremtidige kontantstrømmer slik at de kan dekke sin gjeld og andre forpliktelser. Kanskje en vel så viktig faktor er den finansielle fleksibiliteten til selskapet, det vil si evnen til å skaffe midler gjennom utstedelser av aksjer, mulighet til nye lån og i siste instans selge egne eiendeler. En regnskapsanalyse vil vektlegge verdiene som bedriften eier og likvidasjonsverdien.

Når man kjøper en aksje er man interessert i at man ikke kaster bort pengene. Man krever avkastning og kaster ikke pengene gjennom ruten for å si det enkelt. Det er derfor viktig å gjennomføre en grundig regnskapsanalyse for å se om virksomheten har en substansverdi.

Grunnlaget for vår regnskapsanalyse er i all hovedsak årsrapporter fra Sinkaberg-Hansen AS. Vi har fått tilgang til flere rapporter 2005-2008, vi har videre fått tilgang til vedlegg 4 i den siste konsesjons søknaden til SBH og så har vi fått tilgang til D&B

Norges siste kredittvurdering av SBH for 07-08. Vi har valgt å forutsette at disse tallene gjenspeiler virkelig verdi som finnes i selskapet på det gitte tidspunktet. Grunnen til at vi har valgt å gjøre det på denne måten er at vi mener vi ikke har grunnlag for å gå inn i regnskapene og gjøre andre vurderinger enn det som kommer fram i regnskapene. Vi mener det er viktigere at vi stoler på den informasjonen vi får opplyst i finansregnskapene slik at tolkningene av det blir riktig. Finansregnskapet presenteres for SBH i årsrapporten og det er nødvendig å bearbeide informasjonen for å skjønne de forholdene som er i bedriften. Selv om regnskapet er ført etter god regnskapsskikk og alle posten er ført helt korrekte og alle avskrivningene er riktige, kan det inneholder verdier som forstyrrer og skaper feil i verdsettelsen. Dette kalles målstøy.

6.1.1 Finansregnskap for SBH

Siden vi velger å se bort fra målstøy og antar at den regnskapsinformasjonen vi har fått tilgang til er riktig, kommer vi nå til å se på finansregnskapet og balansen til SBH. Vi ser ut i fra revisors beretningen at selskapet har fulgt Norsk lov i regnskaps standardisering.

For oss vil det være viktig å avgrense den omfattende informasjonen vi har fått tilgang til. Vi vet at dette er en omfattende analyse som trenger å undersøke trender over tid og ha et relevant grunnlag for å få en mest mulig korrekt vurdering.

For en bedrift eller virksomhet som har eksistert veldig kort, vil det ikke være muligheter å legge ved all den informasjonen som er nødvendig for å kunne foreta en optimal vurdering. For virksomheter som har opplevd en sterk vekst ut over det normale, vil det være lite hensiktsmessig å ta med opplysninger som er ”for gamle”. Knivsflå (2006) sier at jo mer stabil veksten er, jo større er kravet til år med rapportering som skal benyttes. Det er fire forskjellige målfeil i følge Knivsflå (2006) disse er:

1. Målfeil av type 1, oppstår som en følge av avvik mellom historisk kost og verdibasert regnskap.
2. Målfeil av type 2, er et resultat av avvik mellom regnskapsføring som er ført i samsvar med regnskapsloven og korrekt historisk kost. Dette kalles også feilperiodisering.

3. Målfeil av type 3, er et resultat av tilpassing og manipulasjon av regnskapet.
Kan også kalles kreativ regnskapsføring
4. Målfeil av type 4, er et resultat av stor forskjell mellom aksjekurs og fundamentverdi. Denne målfeilen indikerer at det er en boble i aksjemarkedet, og har ingenting med regnskapsføringen å gjøre.

Grunnen til at vi tar med disse punktene er for å vise at det forekommer feil i regnskap, og at vi er klar over dette. Vi mener selv at vi ikke har god nok innsikt til å omgruppere et regnskap og liknende aktiviteter. Derfor forutsetter vi at det som står i regnskapet om verdier er riktig, og at revisjonsselskapet Wahl-Olsen Revisjon AS er kapable til å avgjøre at dette er riktig.

Hos SBH har vi kunnet fått tilgang til all regnskapsinformasjon helt siden starten i 1970, men vi har funnet at det er mest hensiktsmessig å se tilbake kun på de fire siste årene fra 2005 til 2008. Dette på grunn av at økonomien da kom ut av en lavkonjunktur Og dagens situasjon er ikke ulik denne.

For oss når vi skulle velge bedrift å sammenligne med, eller bedrifter som SBH er mest mulig komparativ med, har vi valgt SalMar ASA. En av grunnene til dette er at SalMar ASA er børsnotert og har samme kjernevirksomhet som SBH, og er kanskje den bedriften som likner mest på SBH. Det er også viktig å sammenligne SBH med bransjen, slik at man kan se om bedriften gjør det i forhold til bransjen generelt. SalMar har også hatt en noenlunde liknende vekst i omsetning og resultat i % som SBH. Informasjonen om SalMar er hentet fra Oslo Børs og fra nettstedet til SalMar, (www.salmar.no).

Vi vil nå videre vise hvordan SBH presterer i forhold til SalMar, dette vil vise om SBH oppnår resultater som kan karakteriseres som normale. Så vil vi videre kommentere det vi kommer fram til, og gjøre egne vurderinger:

Tabell 6.1: Årsregnskap for Sinkaberg-Hansen AS

Regnskap for SBH Alle tall er i 1000	2006		2007		2008		SalMar
		I %		I %		I %	2008
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER							
Driftsinntekter							
Salgsinntekter	389652		461190		533127		
Andre Driftsinntekter	11866		1385		3978		
Sum Driftsinntekter	401518	100	462575	100	537105	100	100
Driftskostnader							
Endring i beholdningen av varer under tilvirkning	-40156	-10,0	-11604	-2,5	-3663	-0,68	-6
Varekostnad	260128	64,7	304150	65,75	369760	68,8	53,78
Lønnskostnaden	40510	10,0	44447	9,6	51985	9,6	14,02
Avskrivning på varige driftsmidler	9789	2,4	11331	2,4	12741	2,37	3,2
Tap av fordringer	0	0	0	0	0	0	0
Andre Driftskostnader	43527	10,8	61529	13,3	73492	13,6	14,79
Sum driftskostnader	313798	78,1	409853	88,6	504315	93,89	80
DRIFTSRESULTATER	87720	21,8	52722	11,3	32790	6,10	17,76
FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER							
Finansinntekter							
Innvestering i Datterselskap	0	0	0	0	4000	0,70	0,7
Inntekter på investeringer i tilknyttet selskap	2850	0,7	736	0,16	0	0	0
Annen renteinntekt	258	0,06	1160	0,25	1639	0,31	4,4
Annen finansinntekt	1814	0,45	40	0,009	5386	1,00	0,82
Sum finansinntekter	4922	1,23	1936	0,42	11025	2,05	9,85
Finanskostnader							
Verdiendring av markedsb finnasiele oml.m	265	0,07	0	0	4590	0,85	0
Finanskostnader til selskap i samme konsern	0	0	0	0	287	0,05	4,2
Andre rentakostnader	2312	0,57	3165	0,68	5100	0,95	0,8
Andre finansinntekter	652	0,16	301	0,065	39	0,01	0
Sum Finansinntekter	3229	0,80	3466	0,75	10016	1,86	5
NETTO FINANSPOSTER	1693	0,42	-1530	-0,33	1010	0,19	-4,07
ORDINÆRT RES, FØR SKATTEKOSTNAD	89413	22,1	51192	11,06	33800	6,29	13,69
Skattekostnad på ordinært resultat	23619	5,88	14030	3,033	9071	1,69	3,84
Ordinært resultat	65794	16,4	37162	8,033	24729	4,61	9,84
ÅRSRESULTAT	65794	16,4	37162	8,03	24729	4,60	9,84
OPPSKRIVNING OG OVERFØRINGER							
utbytte	16094		9215		5364		
fri egenkapital	49700		27947		19365		
SUM OVERFØRINGER.	65794		37162		24729		

Omsetningen for konsernet økte fra 401 millioner NOK i 2006 til 537 millioner NOK i 2008. Årsresultat ble 66 millioner i 2006, 37 millioner i 2007 og 24,7 millioner i 2008. Dette viser en utvikling med økende omsetning, men avtagende resultat. En av grunnene til dette er at kostnadene med å produsere laks har økt i løpet av denne perioden. De senere årene har det kommet en del krav fra staten, og dette påvirker kostnadene på produksjonen per kg laks.

Vi ser at driftsresultatet minsker fra 21% i 2006 til 6,1 % i 2008, dette på tross av at omsetningen har økt i samme tidsrom. Vi mener dette gjenspeiler den økende kostnadsutviklingen. Dette vises også i varekostnaden i forhold til inntektene, som øker lite men jevnt i %, i nominelle kroner er økningen betydelig. Vi ser også at lønnskostnadene har gått ned hvert år. Vi ser det samme i andre varekostnader også, som består av kostnader som avlusingsmiddel og helse frembringene produkter til fisken (Roar Myhre, SBH).

Tabell 6.2: Eiendeler for Sinkaberg-Hansen AS

Balanse for SBH.							
Alle tall er i hele 1000							SalMar
Eiendeler	2006		2007		2008		2008
		I %		I %		I %	I %
Anleggsmidler							
Immaterielle eiendeler							
Konsesjoner	20000	5,91	20000	5,63	20000	5,20	
Varige driftsmidler							
Tomter, Bygg, Annen fast eiendom	45574	13,46	57901	16,30	63201	16,44	
Maskin og anlegg	21811	6,44	22946	6,46	19206	4,99	
Skip	1179	0,35	1720	0,48	1418	0,37	
Driftsløsøre, Inventar, verktøy og kontor	8230	2,43	7743	2,18	7340	1,91	
Finansielle anleggsmidler							
Investeringer i aksjer og andeler	36070	10,65	15213	4,28	20633	5,37	
Obligasjoner og andredre fordringer	0	0	24	0,01	0	0	
Sum Anleggsmidler	132864	39,24	125547	35,35	131797	34,29	34,85
Omløpsmidler							
Varer	137735	40,68	152542	42,95	153896	40,04	
Kundefordringer	51812	15,30	56326	15,86	67098	17,46	
Andre fordringer	2894	0,85	6794	1,91	7061	1,84	
Markedsbasert aksjer	892	0,26	11046	3,11	6455	1,68	
Bankinnskudd og kontanter	12405	3,66	2870	0,81	18055	4,70	
Sum Omløpsmidler	205738	60,76	229578	64,65	252565	65,71	57,14
Sum Eiendeler	338602	100	355125	100	384362	100	100

Vi ser at SBH ligger ganske likt sammenlignet med SalMar, dette selv om utviklingen heller mot at SBH de siste årene har fått mer og mer av eiendelene over fra anleggsmidler til omløpsmidler.

Vi antar at ferdigvarer og varelagre er verdsatt til anskaffelses kost, ut fra at det er fiskebeholdningen det her er snakk om. Dette innebærer at man ikke har lagt til indirekte kostnader og faste tilvirkningskostnader. Når man beregner virkelig verdi legger man også til salgskostnader og administrasjons kostnader. Grunnen til at man verdsetter varer til lavest verdi er at man ikke ønsker å overprise varene. Vi ser derfor at det kan ligge noen skjulte verdier i denne posten. Vi kan også anta at det skjuler seg betydelige verdier i merdene, siden det er vanskelig å anslå eksakt mengde med fisk der. Dette innebærer at det her vil ligge en betydelig sum som ikke er helt riktig verdsatt, positiv eller negativ.

Når vi ser videre på balansen der vi har regnet ut prosenttallene for alle postene innen eiendelssidene, så har varige tomter, bygg og annen fast eiendom økt fra 13,46% i 2006 til 16,44 % i 2008. De øvrige anleggsmidlene er avtagende, dette som en konsekvens av avskrivninger.

Hvis vi sammenligner sum anleggsmidler til SBH mot SalMar, tyder dette på at andelen av anleggsmidler er større hos SBH, selv om den er avtagende som kommer av avskrivninger i perioden 2006 til 2008 går det da fra 39,24 til 34,29. Dette er omtrent det samme som hos SalMar med bare noen få prosents margin. De øvrige anleggsmidlene til SBH er lave og avtagende også pga avskrivninger.

Det som utgjør den største andelen til omløpsmidlene er varer og kundefordringer. Når vi ser på varelageret så er det meste nevnt tidligere i teksten, men vi velger likevel å si at det er litt svingninger i denne verdien, men det er normalt. Når vi ser på kundefordringene ser vi at det er stabilt men en liten økning i 2008, dette kan komme av lavere likviditet hos kunder i begynnelsen av finanskrisen. Sum omløpsmidler er noe høyere hos SBH enn hos SalMar samlet sett. Hos SBH er den 60,76 % i 2006 og 65,71 % i 2008. Hos SalMar er den 57,14% så vi anser dette som ”sunt” forhold til bransjen.

6.1.2 Normalisering

Vi ser at profitten til selskapet kan ses på forskjellig og fremstilles med forskjellige perspektiv. Når vi ser på SalMar som en ”normal” for bransjen er dette fordi at de har samme marked og samme kjernevirksomhet som SBH. Vi velger derfor som nevnt ovenfor å sammenligne bedriften med SalMar. For oss vil det være viktig å identifisere regnskapet som er direkte knyttet til bedriftens kjernevirksomhet. Ovenfor prøver vi å se tendensen til hvordan hele bransjen er, og hvordan midlene er fordelt. Dette kommer vi også til prøve på i fortsettelsen av analysen.

Tabell 6.3: Gjeld og egenkapital Sinkaberg-Hansen AS

Egenkapital og gjeld for SBH	2006		2007		2008		2008
Alle tall er i hele 1000	I %		I %		I %		SalMar
EGENKAPITAL OG GJELD							
Egenkapital							
Innskutt egenkapital							
Selskapskapital	46646		46646		46646		
Overkursfond	0		0		0		
Sum Innskutt egenkapital	46646	13,78	46646	13,14	46646	12,14	5,05
Opptjent egenkapital							
Annen egenkapital	134847		149295		165320		
Sum Opptjent egenkapital	134847		149295		165320		
Sum Egenkapital	181493	53,60	195941	55,18	211966	55,15	37,81
Gjeld							
Avsetning for forpliktelser							
Pensjonsforpliktelser	-1413		244		-2401		
Utsatt skatt	36419		38769		40491		
Andre avsetninger for forpliktelser	0		0		0		
Sum Avsetning for Forpliktelser	35006	10,34	39013	10,99	38090	9,91	15,57
Annen langsiktig gjeld	49000		44750		57250		
Gjeld til kredittinstitusjoner	0		0		0		
Øvrig gjeld	0		0		0		
Sum annen langsiktig gjeld	49000	14,47	44750	12,60	57250	14,89	32,21
Kortsiktig gjeld							
Gjeld til kredittinstitusjoner	21903		12659		17758		
Leverandørgjeld	13996		21028		28775		
Betalbarskatt	11574		11672		6460		
Skyldig offentlige avgifter	1460		1387		1482		
Utbytte	16094		9215		5364		
Gjeld til selskap i samme konsern	0		0		0		
Annen kortsiktig gjeld	8076		19459		17217		
Sum Kortsiktig gjeld	73103	21,59	75420	21,24	77056	20,05	14,41
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	338602	100	355124	100	384362	100	100

Her vil vi prøve å si noe om kredittverdigheten til Sinkaberg-Hansen AS og kapitaloppbyggingen til SBH. Hensikten er å få sammenliknet balansen for 2006 til 2008 med SalMar. Egenkapitalprosenten er også en viktig del av dette men den vil bli kommentert nøkkeltallsanalysen senere. Når vi ser på kortsiktige gjelden er den litt høy og varierer fra 21,59% til 20,05% i tidsperioden 2006 til 2008. Den minsker litt

hvert år, mest det siste året. Som sagt mener vi at den er litt høy og kunne ha vært lavere siden vi sammenligner med SalMar som har 14,41 %, som vi mener har en sunn tilnærming til kortsiktige gjeld.

Videre undersøkelser av den finansielle struktur av SBH viser at sammensetningen av gjelden for 2006 er følgende; den kortsiktig gjelden utgjør 46,53 % og den langsiktig gjelden utgjør 53,47 % i. For 2007 utgjør den kortsiktige gjelden 47,38 % og den langsiktige gjeld er 52,62 %. I 2008 er den kortsiktige gjelden 44,70 % og den langsiktige utgjør 55,30 % av totalgjelden. Sammensetningen av gjelden kan sies å ha holdt seg rimelig stabilt for perioden 2006 til 2008. I forhold til SalMar har SBH en tilfredsstillende gjeldsfordelings struktur, selv om vi hadde sett at SBH hadde redusert den kortsiktige gjelden litt for å bedre likviditeten.

Tabell 6.4: Kontantstrømanalyse for Sinkaberg-Hansen AS

Kontantstrømoppstilling For SBH			
Alle tall er i hele 1000	2006	2007	2008
Kontantstrøm fra OP- aktivitet			
Resultat før skattekostnad	89413	51193	33800
(-) Tap/(vinning) ved salg av anleggsmidler	0	0	-274
(-) Periodens betalte skatt	5599	-11598	-11672
(+) Ordinære avskrivninger	9789	11331	12741
(+/-) Endring i varelager	-41626	-14807	-1354
(+/-) Endring i kundefordringer	-11323	-4514	-10772
(+/-) Endring i leverandørgjeld	-11956	7032	7747
(+/-) Endringer i pensjonsavsetninger	918	1657	-2621
(+/-) Endring i andre tidsavgrensningsposter	17892	7833	1939
(=) Nto. Kontantstrøm OP- Aktiviteter (A)	47508	48127	29534
Kontantstrøm fra INNVEST- aktiviteter			
(-) Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	13389	-24847	-13963
(-) Utbetalinger kjøp av aksjer og andre	10776	-10703	-5431
(-) Utbetalinger kjøp av andre investeringer	0	-24	0
(=) Nto. Kontantstrøm INNVEST- Aktiviteter (B)	-24165	-35574	-22733
Kontantstrøm fra FINANSERING- aktivitet			
(+/-) netto Økning/(reduksjon) av lang gjeld	13900	-4250	12500
(+/-) nettoendring i kassekreditt	10136	-9244	5099
(+/-) (Kjøp)/salg av egne aksjer	0	7500	-3434
(-) Utbytte	6670	-16094	-9215
(=) Nto. Kontantstrøm FINANSERING- Aktivitet(C)	10434	-22088	8384
(=) Netto endring i Likviditet gjennom Året (A+B+C)	33777	-9535	15185
Likviditetsbeholdning 1.1	1496	12405	2870
Likviditetsbeholdning 31.12	12405	2870	18055

Ovenfor ser vi Kontantstrømanalysen for SBH, og vi vil se på hvordan utviklingen for bedriften har vært de senere årene og redegjøre for en del av transaksjonene som er gjennomført for selskapet. Først ser vi at netto endring i likviditeten gjennom året for 2006 er positiv med ca. 33 777 000 kr. Vi ser også for den samme posten i 2007 at det er en negativ netto endring på 9 535 000 kr. Men året etter i 2008, ser vi en positiv netto endring på ca. 15 185 000 kr. Vi ser at dette påvirker likviditetsbeholdningen fra år til år. Den andre viktigste posten vi velger her å kommenterer er resultat før skattekostnaden. Der vi på tross av økende omsetning ser at det er en avtagende årsresultat før skattekostnaden. Vi tolker dette dit at bedriften driver med mindre marginer enn før.

6.2 Forholdstallsanalyse.

I forholdstallsanalysen vil vi ta for oss en analyse av selskapets risiko og lønnsomhet og oppsummere med en nøkkeltallsanalyse. I risikoanalysen vil vi fokusere på likviditet og soliditet, mens i lønnsomhetsanalysen vi rette fokus på forholdet mellom rentabilitet og krav til avkastning samt et mulig utvidingspotensial.

For oss er målet med analysen å skape en bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i SBH. Forholdstallsanalysen vil for oss være et nyttig instrument for en videre bedømmelse av selskapets fremtid, negativ eller positiv. Det vil være viktig å se på om selskapet er solid. I risikoanalysen kommer vi til å fokusere på likviditet og få fram ulike risikoer som ikke er helt klare til nå, og vi vil prøve å karakterisere risikoen til bedriften. Målet for oss vil her være å kunne oppsummere hele risikoanalysen med en syntetisk rating av SBH, der vi ser selskapets samlede risiko og vi vurderer den. I lønnsomhetsanalysen vil vi fokusere på egenkapitalrentabilitet og totalkapitalrentabiliteten, for å se hvor mye man får igjen fra finansieringene som er gjort i selskapet. I Nøkkeltallanalysen vil vi prøve å oppsummere med å vurdere grunnlag for fortsatt drift.

Oppdrettsnæringen har de siste 3 årene ikke opplevd spesiell teknologisk utvikling og dermed vil vi vekte tallene som kommer fram i undersøkelsen likt. Dette selv om vi vet at Knivsflå anbefaler at ”gamle” tall blir vektet, men ikke likt med ”nye” tall. Vi velger derfor å sette opp en tabell som illustrerer vektingen.

Tabell 6.5: Tidsvekting av forholdstall.

År	2006	2007	2008	Sum vekter
Vekt:	33,33 %	33,33 %	33,33 %	100 %

6.2.1 Risikoanalyse

I en eventuell risikoanalyse vil vi legge fokus på kortsiktig kredittrisiko, dette belyser vi gjennom likviditetsgrad 1 og 2. Den langsiktige kredittrisikoen vil vi vurdere ut i fra egenkapitalprosenten og finansieringsmatrisen.

6.2.1.1 Likviditetsanalyse

6.2.1.2 Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 heretter kalt LG 1 måler forholde mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. LG 1 bør overstige 2 for at vi vil karakterisere den som tilfredsstillende eller god. Formelen til LG 1 ser slik ut:

$$LG 1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig Gjeld}}$$

Formel 6.1: Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 2 heretter kalt LG 2. LG 2 er forholdsvis lik LG 1. Også her måles forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, men her trekkes varelagret ut fra omløpsmidlene. Varelagret regnes som det minst likvide omløpsmidlet. LG 2 bør overstige 1 for at vi vil regne det som godt. Formelen til LG 2 ser slik ut:

$$LG 2 = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig Gjeld}}$$

Formel 6.2: Likviditetsgrad 2

For å si LG 1 og LG 2 på en litt enklere måte, kan en si at likviditetsgraden forteller hvor sannsynlig det er at bedriften skal få betalings problemer på kort sikt.

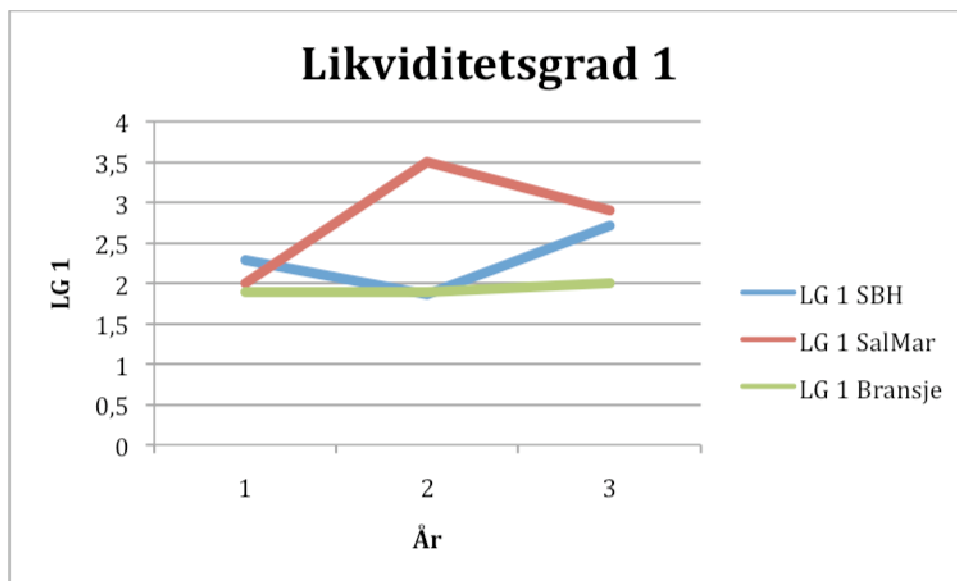
Likviditetsanalysen av SBH vil måle om selskapet kan innfri sine kortsiktige betalings forpliktelser. LG 2 gjenspeiler altså forholdet mellom bedriftens mest omsettelige midler og kortsiktig gjeld. Som nevnt skrev vi at LG 1 burde ligge over 2, dette kreves på grunn av at de driftsmessige og finansielle omløpsmidlene burde utgjøre det dobbelte av kortsiktige finansiell- og driftsmessig gjeld for å kunne anses som tilfredsstillende likvid. Grunnen til at man vil at LG 2 bør ligge over 1 er for å tilfredsstillende et krav om at finansielle omløpsmidler, som er de mest likvide tilsvare selskapets kortsiktige gjeld. Vi har tidligere nevnt at bruker SalMar som et sammenlignende selskap og det kommer vi også til å gjøre her. Vi har i tillegg fått tilgang til bransje tall som gjelder for hele oppdrettsnæringen som også vil bli benyttet her.

Vi illustrerer LG 1 slik:

Tabell 6.6: Likviditetsgrad 1.

År	2006	2007	2008	2006-2008
Vekt	33,33 %	33,33 %	33,33 %	100 %
LG 1 SBH	2,29	1,86	2,71	2,29
LG 1 SalMar	2,00	3,5	2,9	2,80
LG 1 Bransje	-	1,89	2	1,95

Vi illustrerer LG 1 grafisk slik:



Figur 6.1: LG 1 for SBH, SalMar og Bransje i perioden 2006 - 2008

Vi ser her at LG 1 for SBH er meget tilfredstillende. Men SBH hadde en liten nedgang i 2007, som er illustrert i figuren som år 2. SBH beveget seg såvidt under kravet på 2. Men grunnen til denne bevegelsen nedover for SBH er at selskapets langsiktige lån gikk ned dette året. Dersom man sammenligner SBH og SalMar med bransje, ser man at likviditetsgraden til vårt selskap er mest lik bransje-tallene.

Gjennomsnittet for SBH disse tre årene er 2,29, noe som er høyt og kan regnes som veldig god gjennomsnittelig likviditet. Når vi ser på bransjen ligger SBH over gjennomsnittet for bransjen og litt under for SalMar. Bransjen ligger på 1,95 og SalMar ligger på et snitt på 2,80 som er ekstremt høyt. Dette kan ha sammenheng med at de inngikk noen avtaler med McDonalds, som gjorde at de fikk en gunstig pris på terminkontraktene sine.

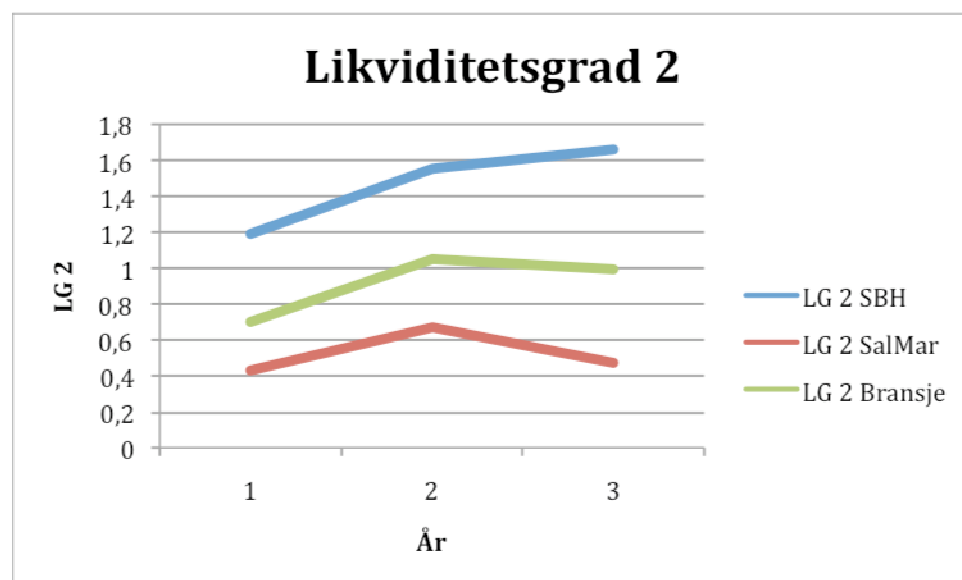
SalMar skriver i sin årsrapport at de tror marginene blir mindre, men man kommer fortsatt til å ha en høy pris blant annet grunnet situasjonen i Chile. Utfra dette får vi inntrykk av at likviditeten vil holde seg god i tiden fremover. Vi vil konkludere med at SBH har en jevnt over sterk likviditet og kredittrisikoen for selskapet er lav.

Vi viser til tabellen for LG 2:

Tabell 6.7: Likviditetsgrad 2.

År	2006	2007	2008	2006-2008
Vekt	33,33 %	33,33 %	33,33 %	100 %
LG 2 SBH	1,19	1,55	1,66	1,467
LG 2 SalMar	0,43	0,67	0,47	0,523
LG 2 Bransje	0,7	1,05	0,99	0,913

Vi illustrerer LG 2 grafisk slik:



Figur 6.2: LG 2 for SBH, SalMar og Bransje i perioden 2006 – 2008.

Figuren overnfor illustrerer hvordan utviklingen til LG 2 har vært for SBH, SalMar og Bransjen generelt. Vi ser at SBH ligger høyt over SalMar og bransjen. Oppsummert kan vi konkludere med at SBH har en tilfredsstillende og sterk LG 2. Med bakgrunn i disse tallene og utregninger av LG 2 man altså konkludere at bedriften er i stand til å innfri sine betalingsforpliktelser med meget god margin. Det vil forbindes liten eller meget lav risiko på kort sikt.

6.2.1.3 Gjeldsdekning.

Det er to ulike metoder som betegner et selskaps gjeldsdekning. Metode 1 vil ta utgangspunkt i selskapets nettoresultat som er tilgjengelig til fordeling. Dette uttrykkes ved rentedekningsgraden. Rentedekningsgraden viser hvor mange ganger driftsresultatet og finansinntektene greier å dekke finanskostnadene. Finanskostnadene bør ikke utgjøre mer en 1/3 av driftsresultatet + pluss finansinntekten.

Formelen for rentedekningsgraden ser slik ut:

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

Formel 6.3: Rentedekningsgrad.

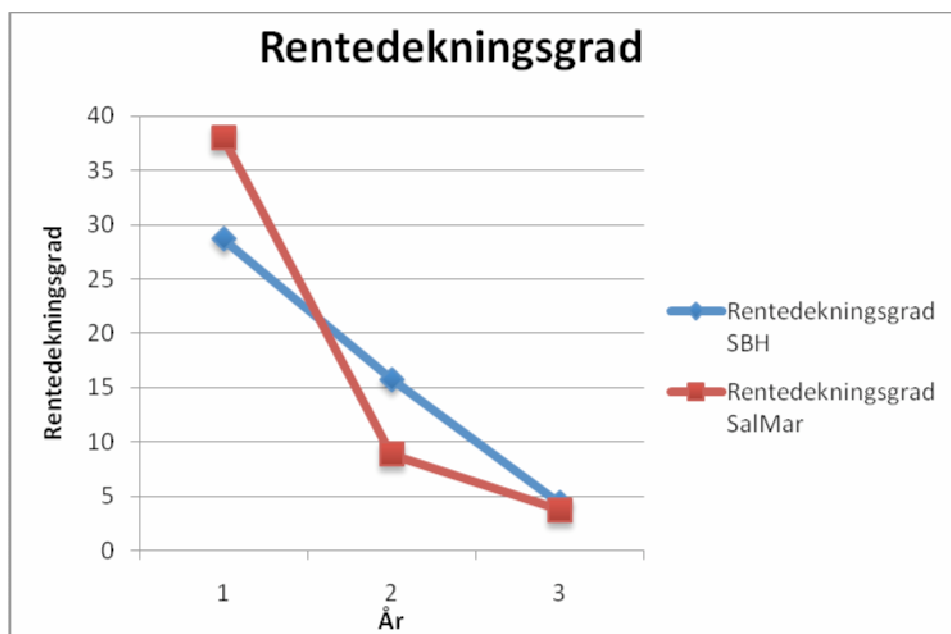
I metode 2 tar man utgangspunkt i fri kontantstrøm som er tilgjengelig til fordeling. Gjeldsdekningsanalysen skjer ved at man bruker kontantstrømsanalysen og gjeldsdekningsgraden vil gi oss en indikasjon på det forholdet som ligger mellom fri kontantstrøm og frikontantstrøm som går til finansielle kreditorer. Vi kommer til å bruke metode 1 for å kommentere gjeldsdekningen.

For å vise hvordan rentedekningsgraden utvikler seg for SBH og SalMar setter vi det inn i en tabell og illustrerer dette ved hjelp av et diagram. Vi vil ikke bruke tall for bransje, selv om vi har dem tilgjengelig ser vi det som lite relevante og ikke helt til å stole på.

Tabell 6.8: Rentedekningsgrad for SBH og SalMar

År	2006	2007	2008	2006-2008
Vekt	33,33 %	33,33 %	33,33 %	100 %
Rentedekningsgrad SBH	28,7	15,8	4,4	16,298
Rentedekningsgrad SalMar	38,02	8,88	3,73	16,875

Vi illustrerer rentedekningsgraden grafisk slik:



Figur 6.3: Rentedekningsgrad for SBH og SalMar i periode 2006 – 2008.

Vi ser at SBH har en negativ utvikling av sin rentedekningsgrad i perioden 2006 – 2008, og dette er tilfelle for SalMar også. Vi mener det kommer av at bransjen generelt driver med mindre marginer og dette reduserer ordinært resultat før skatt. Vi ser videre at den gjennomsnittelige rentedekningsgraden for begge bedriftene holder seg over 16. Dette kan vi tolke som at det er liten eller meget lav risiko i disse selskapene. Siden rentedekningsgradene til de to bedriftene følger hverandre, mener vi at dette er et uttrykk for en normal eller “sunn” justering som vil rette seg selv opp over tid.

6.2.2 Soliditetsanalyse

I følge Hoff (2007), er soliditet et uttrykk et selskaps evne til å tåle tap over lengere tid. Vi tolker dette mot at vi skal se på SBHs evne til å kunne bruke økonomiske ressurser mot eventuelle fremtidige tap. Dette er tap som retter seg mot egenkapitalen. Vi har brukt denne metoden tidligere i faget Regnskap og Økonomistyring, der så vi at egenkapitalprosenten er et hensiktsmessig uttrykk for dette. Vi har også regnet ut en tapsbuffer for begge bedriftene som vi kommer til å vise til senere i kapitlet.

6.2.2.1 Egenkapitalprosenten

Egenkapitalprosenten er et mål for hvor stor andel egenkapital det er i bedriften, der egenkapitalandelen ses i forhold til totalkapitalen, som er selskapets balansesum. Er egenkapitalandelen negativ innebærer dette at hele aksjekapitalen er tapt.

Formelen for egenkapitalandelen ser slik ut:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times 100$$

Formel 6.4: Egenkapitalprosent.

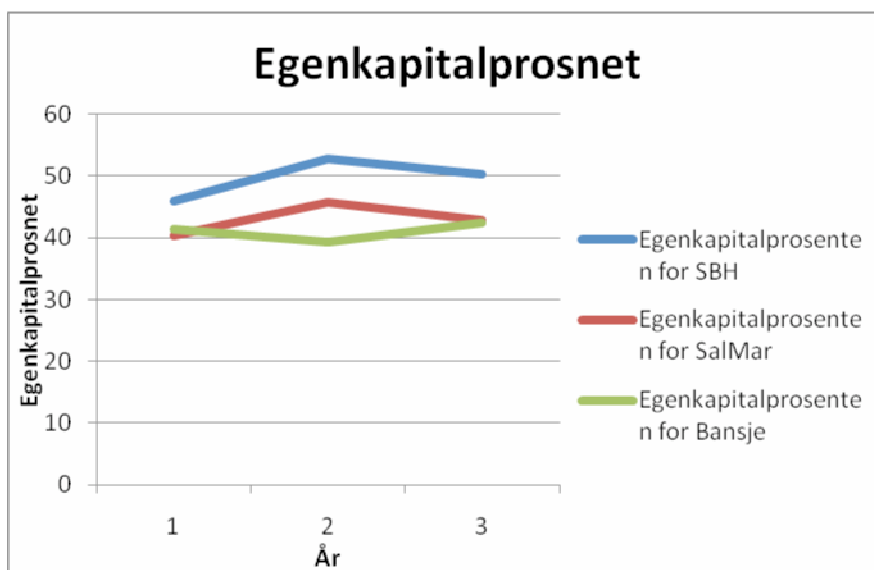
Egenkapitalprosenten gir oss et uttrykk for hvor mye av egenkapitalen som kan gå tapt før man begynner å tære på kreditorene sine midler. En høy egenkapitalprosent vil være gunstig for selskapet. Vi tar utgangspunkt i at totalkapitalen er i tråd med drøfting i avsnittene under.

Vi har valgt å sette in tallene for de to bedriftene og bransjetall inn i en tabell. Dette for å illustrere utviklingen i SBH, SalMar og Bransjen som helhet, samt gjennomsnitt for hele perioden med riktig vektning.

Tabell 6.9: Egenkapitalprosenten for SBH, SalMar og Bransje

År	2006	2007	2008	2006-2008
Vekt	33,33 %	33,33 %	33,33 %	100 %
Egenkapitalprosenten for SBH	45,9	52,8	50,3	49,66
Egenkapitalprosenten for SalMar	40,4	45,7	42,9	43,00
Egenkapitalprosenten for Bransjen	41,3	39,27	42,39	40,98

Vi har også illustrert dette grafisk i figuren nedenfor:



Figur 6.4: Egenkapitalprosenten for SBH, SalMar og Bransje i perioden 2006 – 2008.

Vi ser ut ifra tabellen og figuren at SBH har en positiv utvikling i perioden 2006 – 2008, den samme utviklingen har SalMar også. Men vi observerer at det er en stabil utvikling for hele bransjen. Dette viser altså at SBH kan tape ca 50 % av all kapitalen i gjennomsnitt for hele perioden, før men begynner å tære på kreditorenes midler. Vi mener dette viser stabilitet og høy troverdighet når man tenker hvor hvor solid bedriften er.

6.2.2.2 Tapsbuffer

Tapsbuffer er ett mål for hvor mye egenkapital det er i et firma. Tapsbufferen måler egenkapitalen mot driftsinntekene. Forutsetter vi at driftsinntektene for neste år blir lik fjorårets, viser tapsbufferen hvor mange prosent av driftsinntektene eller omsetningen firmaet kan tape før egenkapitalen er tapt. En tapsbuffer på 5 % innebærer at selskapet, med like stor omsetning til neste år, kan ha et underskudd på 5 % før hele egenkapitalen er tapt. Negativ tapsbuffer viser at egenkapitalen er negativ, altså gått tapt. Tapsbuffer på over 10 % ansees i fagmiljøer som god soliditet. Formelen for tapsbuffer i prosent ser slik ut:

$$Tapsbuffer = \frac{Egenkapital}{Driftsinntekter} \times 100$$

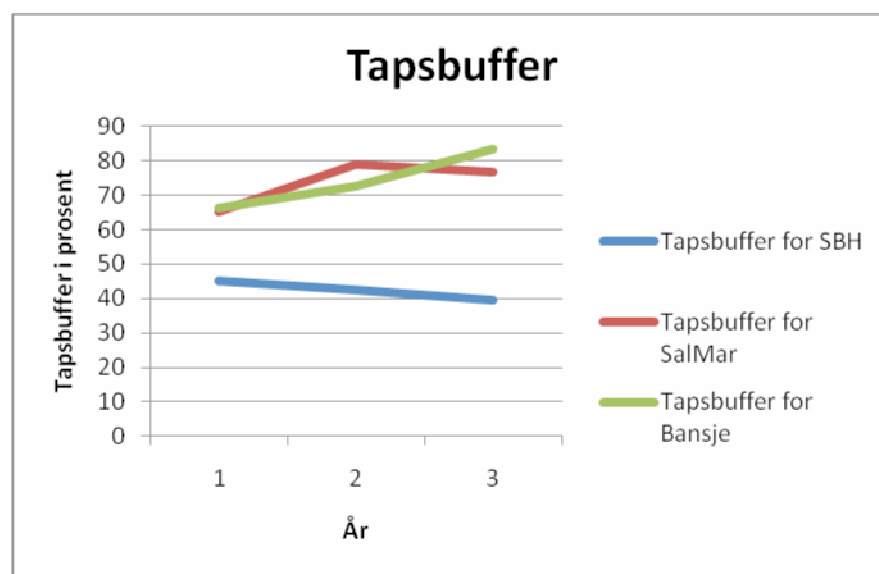
Formel 6.5: Tapsbuffer

Vi har valgt å ta med tapsbufferen for å illustrere hvor solide inntektene er for bransjen og SalMar og sammenligne disse opp mot SBH. Dette understreker også poenget med egenkapitalprosenten som ble kommentert i forrige avsnitt.

Tabell 6.10: Tapsbuffer for SBH, SalMar og Bransje i perioden 2006 – 2008.

År	2006	2007	2008	2006-2008
Vekt	33,33 %	33,33 %	33,33 %	100 %
Tapsbuffer for SBH	45,2	42,36	39,5	42,35
Tapsbuffer for SalMar	65,3	78,8	76,72	73,60
Tapsbuffer for Bransje	66,1	72,74	83,54	74,12

Vi har også illustrert tabell grafisk:



Figur 6.5: Tapsbuffer for SBH, SalMar og Bransje i perioden 2006 – 2008.

Vi ser ut fra tabellen og figuren at SBH har en meget sterk tapsbuffer, men ligger likevel noe under SalMar og bransjen. På tross av den negative utviklingen ser vi at SBH er relativt stabil og forutsigbar. Vi mener at grunnene til at den svekker seg i perioden 2006 – 2008 er mindre driftsmarginer og mindre overskudd etter skatt. Gjennomsnittet for perioden gir likevel et litt bedre bilde og et inntrykk av soliditet, siden gjennomsnittet ikke er lavere enn 40 % i perioden. Vi mener dette understreker at bedriften SBH er en solid bedrift, som kommer til å overleve i fremtiden også.

6.2.3 Oppsummering av Forholdstallanalysen

Når vi oppsummerer dette kapitlet, ser vi har valgt å vektlegge disse 3 årene likt. Det vil si at vært år teller 33,33% selv om det blir hevdet at gamle tall ikke burde vektlegges like mye som nye i en slik analyse. Bakgrunnen for vårt valg, er at innovasjonen i bransjen har vært relativ liten i denne perioden.

Videre har vi sett på risikoen i SBH for å se om de er kredittverdige og om det er "liv laga" for å si det litt folkelig. LG 1 og LG 2 er meget tilfredsstillende. Tallene ligger langt over bransjen og SalMar sine, og viser at de ikke har noen form for likviditetsproblemer og er dermed i stand til å oppfylle sine betalingsforpliktelser. Vi har også sett på gjeldsdekkningen eller rentedekningsgraden. Denne synker ikke under 1, som er ansett for å være "sunt". Denne er synkende for hele bransjen og vi mener det er et tegn på at bedriftene driver med mindre marginer. Men her skal det sies at gjennomsnittstallene er mest relevant for perioden. Vi ser at ingen av bedriftene kommer under 16, som må anses som bra. Vi har ikke tatt med bransjetall for denne delen av kapitlet på grunn av at vi mener tallene er irrelevante og ikke representerer bransjen på en korrekt måte.

Vi anser risikoen for at SBH skal få betalingsproblemer i fremtiden både på lang og kort sikt som liten.

Videre har vi sett på soliditeten til SBH og satt denne opp mot bransjen og SalMar. Vi har her brukt egenkapitalprosenten og tapsbufferen for å undersøke soliditeten til SBH. Vi ser at i egenkapitaleprosent ligger SBH over gjennomsnittet for bransjen og SalMar. Dette viser at det er mye som skal til for at bedriften skal begynne å tære på kreditorene. Også tapsbufferen viser en solid bedrift siden de kan tape opp til 42,35 % av omsetningen for at det skal begynne å tære på bedriftens fremmedkapital eller kreditorenes kapital.

6.3 Lønnsomhetsanalyse

Vi mener at en lønnsomhetsanalyse vil være fornuftig, da den belyser hvor god avkastning vi har i kapitalbasen. Det vil her være fokus på rentabiliteten for bransjen, SalMar og SBH. Vi har tall som viser utviklingen i hele perioden og siden vi har valgt å gjennomføre en oppgave om verdsettelse av SinkaBerg-Hansen AS, baserer vi oss på regnskap, strategi og forventninger av fremtidig kontantstrømmer. For å understreke dette er det viktig å ha innsikt i lønnsomheten til bedriften. Vi vil også se på totalrentabiliteten for å se utviklingen i perspektiv. Det helhetlige bildet vi får dannet av denne analysen vil være en stor del av grunnlage for bedømming om fortsattdrift og fremtidige kontantstrømmer.

6.3.1 Egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabiliteten viser hvilken avkastning eierne får på egenkapitalen. Isolert sett kan dette nøkkeltallet gi et misvisende bilde, fordi bedrifter som har tapt deler av aksjekapitalen kan med ett svært bedskjedent overskudd komme ut med en høy egenkapitalrentabilitet. Formelen for egenkapitalrentabilitet:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} - \text{skatter}}{\text{Gjennomsnittelig EK}} \times 100$$

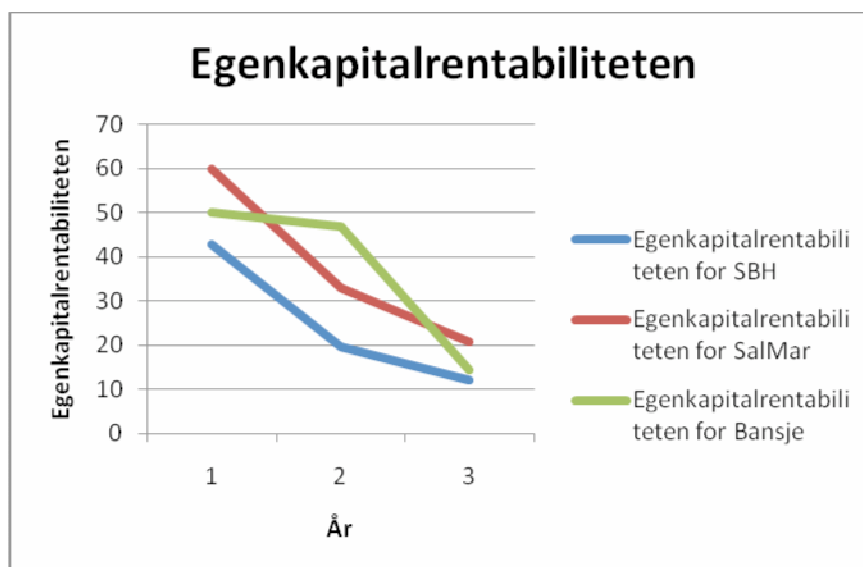
Formel 6.6: Egenkapitalrentabilitet.

Vi velger å trekke inn egenkapitalrentabiliteten for vise avkastningen investorene sitter igjen med. Det vil si hvor mye avkastning innskutt og annen egenkapital tjener i forhold til størrelsen på egenkapitalen. Vi vil velge å sammenligne resultatene opp mot bransjen og SalMar slik vi har gjort i tidligere kapitler. Vi har satt resultatene for egenkapitalrentabiliteten inn i en tabell og illustrert det slik:

Tabell 6.11: Egenkapitalrentabiliteten for SBH, SalMar og Bransje generelt i perioden 2006 – 2008.

År	2006	2007	2008	2006-2008
Vekt	33,33 %	33,33 %	33,33 %	100 %
Egenkapitalrentabiliteten for SBH	42,9	19,69	12,1	24,89
Egenkapitalrentabiliteten for SalMar	59,93	32,92	20,72	37,85
Egenkapitalrentabiliteten for Bransjen	50,2	46,9	14,41	37,17

Vi har også illustrert dette i grafisk:



Figur 6.6: Egenkapitalrentabiliteten for SBH, SalMar og Bransjen i perioden 2006 – 2008.

Vi ser at SBH i likhet med bransjen og SalMar har en negativ utvikling i egenkapitalrentabiliteten for perioden. Dette mener vi har sammenheng med at marginene er mindre, og at man da får mindre avkastning på investeringene som er gjort i bedriften. Men når det er kommentert, så ser vi at SBH og SalMar kommer over super rentabilitet som ligger på 11 % og oppover. Vi mener utviklingen skyldes to ting, mindre marginer som er nevnt tidligere og finanskrisen som kan være med på å forsterke effekten. Bransjen var i sterk vekst fram til 2005, og det vi ser nå kan være slik nivået vil bli for egenkapitalrentabiliteten i tiden fremover.

Vi ser av tallene at SBH har lavere egenkapitalrentabilitet enn SalMar gjennom hele perioden. Vi tror at årsaken kan være at SBH er en god del mindre enn SalMar. Driftsresultatene øker fra år til år i begge bedriftene, men vi ser også at operasjonelt overskudd etter skatt reduseres år for år.

6.3.2 Totalrentabiliteten

Totalrentabiliteten måler bedriftens avkastning på den kapitalen som er bundet i bedriften. Tommelfinger regelen er at totalkapitalrentabiliteten bør ligge over allminnelig utlånsrente. Formelen for totalrentabilitet:

$$\text{Totalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnad}}{\text{Gjennomsnittelig totalkapital}} \times 100$$

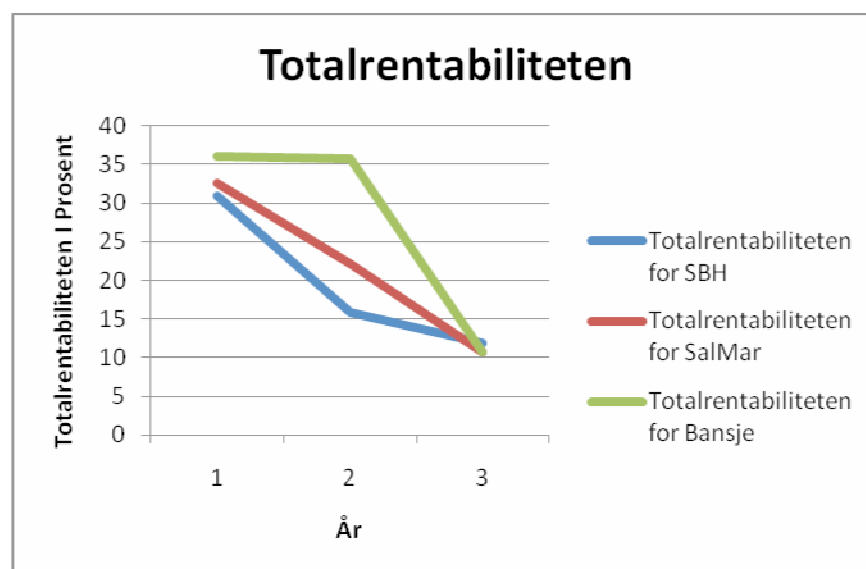
Formel 6.7: Totalrentabiliteten.

Vi velger å trekke inn totalrentabiliteten for å se hva avkastningen av all kapital som ligger inne hos SBH er på. Dette er altså et mål på lønnsomheten i den totale virksomheten. Og viser den nominelle avkastningen på alle eiendelene og inntekten fra selskapets aktiviteter. Vi illustrerer dette ved å sette det inn i en tabell og grafisk.

Tabell 6.12: Totalrentabiliteten for SBH, SalMar og Bransjen generelt i perioden 2006 – 2008.

År	2006	2007	2008	2006-2008
Vekt	33,33 %	33,33 %	33,33 %	100 %
Totalrentabiliteten for SBH	30,9	15,8	11,9	19,53
Totalrentabiliteten for SalMar	32,5	22,1	10,8	21,80
Totalrentabiliteten for Bransjen	36,01	35,75	10,76	27,50

Vi illustrerer totalrentabiliteten grafisk slik:



Figur 6.7: Totalrentabiliteten for SBH, SalMar og Bransjen generelt i perioden 2006-2008.

Vi ser av tallene og figuren at det er en generell nedgang både for SBH og bransjen ellers i perioden. Utviklingen har vært litt forskjellig, men i 2008 ser vi det er samsvar med oppnådd totalrentabilitet både for SBH og SalMar sammenliknet med bransjen generelt.

6.3.3 Konklusjon av lønnsomhetsanalyse

Vi konkluderer med at Sinkaberg-Hansen sin inntjening er meget tilfredsstillende. Selv om totalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten har en negativ utvikling i perioden, ligger de langt over det som er tilfredsstillende for bedrifter på fastlands Norge generelt. Bransjen har de siste årene vært inne i en sykdoms periode. Dette har hele bransjen måtte ta regningen for, og dette har gått utover driftsmarginene. Vi antar at det er konsekvenser av dette som til dels kommer til uttrykk i lønnsomhetsanalysen. Vi mener at gjennom tiltak mot disse problemene i denne perioden, har den norske oppdrettsnæringen, inkludert SBH, kommet relativt godt ut. Så i fremtiden vil det fremdeles være lønnsomt å drive SBH, om ikke med like høye marginer.

6.4 Vekstanalyse.

Vi vil nå analysere vekstmuligheten for SBH. Når det er snakk om vekst i selskapet er det to hovedtyper. Den ene er kapitalvekst, som betyr at veksten blir den prosentvise endringen av kapitalen i selskapet. Den andre hovedtypen er resultatvekst, som viser endring i nettoresultat.

Veksten illustreres i formelen:

$$g = \left(1 - \frac{DIV_1}{EPS_1}\right) \cdot ROE$$

Formel 6.8: Vekst.

Her velger vi å forklare formelen;

- g - veksten
- DIV_1 - Dividenden som utbetales per aksje. (Dividend)
- EPS_1 - Fortjeneste per aksje (earnings per share)
- ROE - Egenkapitalrentabiliteten (Return on equity)

Vi vil beregne veksten for 2006, 2007 og 2008 for SBH og for SalMar for sammenlikning. Grunnen til at vi ikke her har med bransjetall er at vi ikke har tilgang til disse tallene.

Innsatt i formelen vil det se slik ut:

Tabell 6.13: Egengenerert vekst for SBH og SalMar i perioden 2006 – 2008

Vekst for perioden 2006 - 2008				
År	2006	2007	2008	2006-2008
g=SBH	0,324	0,15	0,095	0,190
g=SalMar	0,599	0,223	0,157	0,326

Vi bruker her egenkapitalvekst metoden, det vi ser er at i perioden 2006 til 2008 er det reduksjon i veksten. Det gjelder også for SalMar, men vi ser at veksten for hele perioden er på 0,19 i snitt. Grunnen til at veksten er avtagende, er at man har en relativt høy egenkapitalrentabilitet i begynnelsen av perioden og en avtagende i de påfølgende årene. Inntjeningen til SBH er relativt god for hele perioden, også egenkapitalprosenten er god.

6.5 Oppsummering av finansanalysen

Når vi ser på finansregnskapene til SBH, mener vi at de ikke avspeiler de virkelige verdiene i selskapet. Dette gjelder spesielt verdiene på konsesjonene. Ser vi på dagens pris, så er det vanskelig å anslå den virkelige verdien som finnes her. Etter å ha lest nøkkeltall, analysert lønnsomheten og forholdstall, sitter vi igjen med det synet at bedriften oppnår meget tilfredsstillende resultater når det gjelder soliditet og fortjeneste. Ut fra våre kunnskaper ser vi at største delen av inntjeningen kommer fra de normale driftsaktivitetene.

7. Fremtids budsjett

Vi kommer nå til å benytte oss av den innsikten vi har opparbeidet oss i finansanalysen og i de strategiske analysene for å konstruere fremtidsbudsjett. Vi vil peke på de viktigste hovedtrekkene i finansanalysen og i strategianalysen, dette for å implementere det inn i fremtidige budsjett og regnskap. Det første som er viktig å ta stilling til da er hvor lang tid vi skal budsjettere inn i fremtiden.

7.1 Budsjett

Vi mener at fremtidsbudsjett bør først og fremst ta sikte på å se på de fem første årene, og etter det ta en liten knekk for å verdivurdere årene som kommer etter det. Verdisettingen baserer seg jo på fremtidig inntjening, og derfor må en budsjettere på en måte som anses som pålitelig for den kommende utviklingen, dette også for å få verdissetingen så presis som mulig. Ved valg av fremtidsrettet periode kommer blant annet vår refleksjon om når selskapet vil oppnå "steady state". et selskap som har oppnådd dette vil ha en budsjettperiode på 0 år inn i fremtiden. Når vi ser tilbake på vår analyse av bransjen, kan det se ut som om det fremdeles vil være vekst i noen år framover. Vår vekstanalyse av SBH indikerer at veksten er på retur, men siden bransjen fremdeles ser ut til å vokse kan vi tro at også SBH vil følge den trenden når de har fått bukt med problemer rundt lakse-lus og andre risiko momenter. Dette vil føre til at bedriften har mulighet til å øke driftsmarginene.

Hvor langt frem i tid man bør budsjettere, vil også avhenge av kvaliteten på regnskapene som er med i perioden. Desto høyere kvalitet jo kortere frem i tid trenger man for å estimere en korrekt verdi for bedriften. Dersom regnskapet til bedriften er helt objektiv, virkelige verdier er ført opp, og alt som reflekteres i regnskapet er helt riktig kan en sette lengden på de fremtidige budsjetteringene til 0 år frem i tid. Når regnskapet er ført etter "god regnskapsskikk" og bedriften fremdeles ikke har nådd "steady state" vil det være aktuelt med de første 4-5 årene.(Knivsflå 2006). Vi har tidlig i oppgaven stadfestet at bransjen har potensial til å vokse mer de neste årene, men siden det er liten eller ingen teknologi utvikling siden 2006 vil det tale for at en bør budsjettere 6-20 år frem i tid.

7.1.1 Valg av budsjett lengde.

Når en tar for seg SBH sitt potensial for vekst ved å legge regnskapsinformasjonen til til grunn, anser vi dette potensialet som godt. Vi ser på de første 4 årene som mest relevante. Etter år 4 vil det være mer usikkerhet grunnet momenter som blant annet hva som vil skje med chilensk oppdrett, som per i dag ligger med brukket rygg. Det er en viss svakhet ved budsjetteringsperioden, men det forutsettes at SBH vil nå "steady state" i løpet av 2011. Ut fra dette mener vi at 4 år frem i tid er nok.

7.1.2 Budsjetteringsmodell

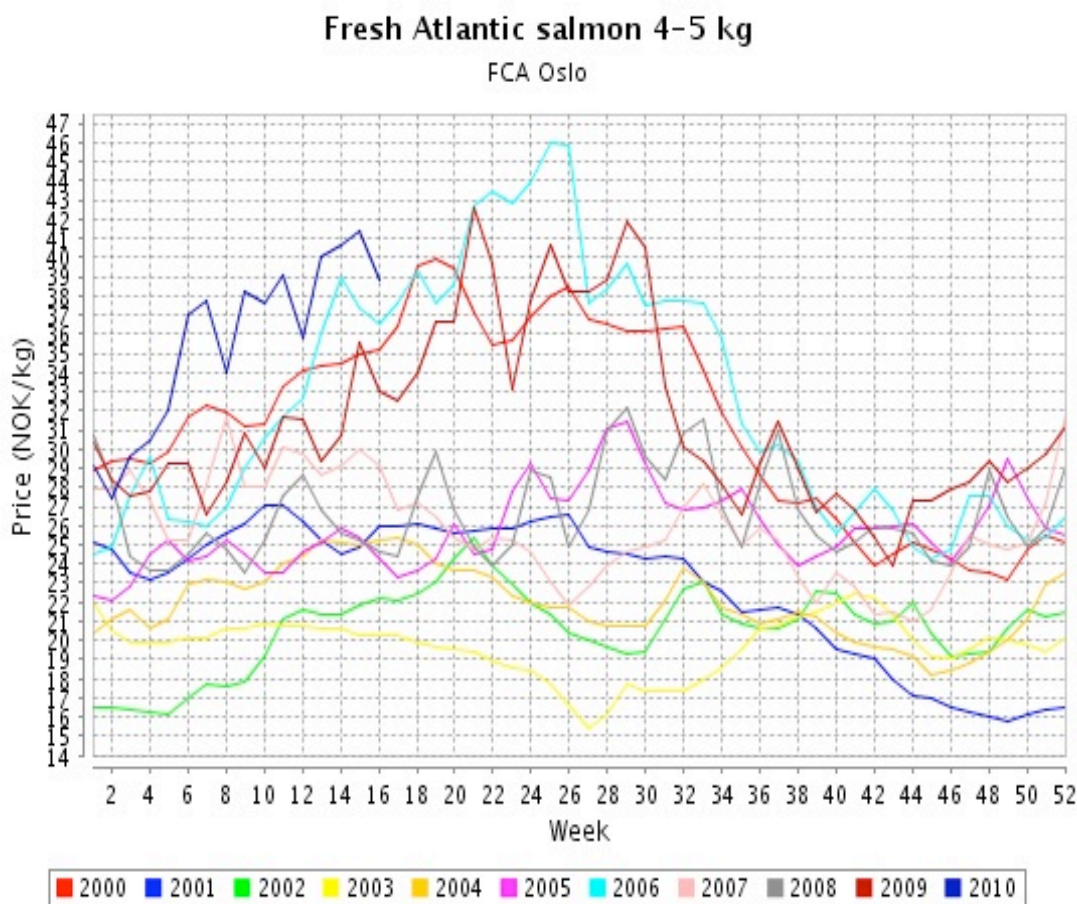
Det finnes to typer budsjetteringsmodeller, det ene er fullstendig budsjettering av resultat og balanse. En slik vil ta for seg og estimerte salg, kostnader/utgifter, fortjeneste, balansestørrelse og kontantstrømmer. Den andre vil av mange betegnes som en snever budsjettering. Den vil med utgangspunkt i verdsettelses modell vil gå ut på å estimere de fire underliggende verdidriverne, som er balanseført EK i dag, fremtidig egenkapitalrentabilitet, framtidig vekst i egenkapitalen og avkastningskravet.

7.2 Budsjettering for SinkaBerg-Hansen AS.

De fullstendige budsjetteringene bygger i veldig stor grad på den strategiske analysen, samt tallene fra finansanalysen der man fikk god innsikt i tidligere års resultatregnskap, balanse, måling for soliditet og likviditetsanalyse. For å estimere så presis som mulig er det viktig at bedriften holder en så jevn årlig produksjon som mulig samtidig som man medregner vekst. Konsernet SBH her i dag rett til å produsere 14 konsesjoner for produksjon av matfisk, med lukket biomassetak. Dette betyr at de kan utnytte sine konsesjoner til det ytterste. I tillegg er det 3-4 eksterne konsesjoner som man slakter for. Vi vil her forusette at hver generasjon, fra utsett til utslakting, har en produksjonstid på 1,2 år. Dette vil si at bedriften slakter et produksjonsvolum som tilsvarer 11,667 konsesjoner i året, dette er fisk de er selvforsynt med. For å finne ut hvor stor en kvote er, tar vi utgangspunkt i fra Marine Harvest som er den største lakseprodusenten i verden. De har satt en standard på ca. 1000 tonn per konsesjon per år i 2007. De neste årene kan en forvente at det vil øke med 5 – 6 % i året. Det kan også se ut som forfaktoren i fremtiden vil nærme seg 1,1 per kg som produseres. Vi antar at dette vil holde seg på ca 1,1 for de nærmeste årene.

For 2009 og 2010 vil produksjonen i SBH på ca 1000 tonn per konsesjon, og en årlig produksjon for 11,667 konsesjoner bli 11666,67 tonn. I tillegg forutsettes det fra SalMar at ca 15 % av total vekten går bort i sløyevekt. Denne forutsetningen høres rimelig ut og vi har valgt å bruke den. Det vil si at det er ca 9916,67 tonn fisk som blir salgbar. Siden SBH ikke fikk tildelt nye konsesjon siste konsesjons utdelingsrunde, forutsetter vi at i neste runde i 2011 vil de ha muligheten til å få tildelt 2 nye konsesjoner. Dette vil øke den årlig produksjonen til 13,33 konsesjoner. Det vil gi en økning til 13330 tonn fisk og gi tett oppunder 11300 tonn salgbar fisk. Det vil si at i 2009 og 2010 vil salgbar vekt ligge i overkant av 9900 tonn og de vil få en økning i 2011 til ca. 11300 tonn matfisk. Utviklingen fram til 2012 vil være at SBH får mer ut av konsesjonene sine. Det ser ut til at man innen 2012 vil en klare å få 1200 tonn ut av en konsesjon sier Roar Myhre v/Sinkaberg-Hansen. Dette betyr at en kan regne med et salgsvolum for 2012 på ca 13597 etter at bortfallet er trukket fra.

Opplysninger om salgsprisen kommer fra Intrafish.no. Denne prisen er basert på de 30 største lakseprodusentene i Norge som står for 75 % av all den norske lakseproduksjonen. Vi forutsetter at den gode lakseprisen vil holde seg slik den er i dag i minimum to år til og deretter begynne å avta litt. I 2011 og 2012 vil vi anslå at lakseprisen vil holde seg litt lavere enn den gjør i 2009 og 2010.



Figur 7.1: Prisutvikling for 4-5 kg. Laks 2000-2010.

Ovenfor ser vi prisutviklingen for de siste ti årene, det første man legger merke til her er at de siste ukene i året, da uke 42-52 er prisen relativ lik med et lav nivå for de siste 6 årene. Vi ser at prisene varierer mye på spot markedet, dette har SBH prøvd å styre igjennom Fishpool i Bergen, for å unngå de største svingningen. Det som vi vet er at det er nesten umulig å spå hva som skjer med prisen i fremtiden, men vi antar at prisen vil holde seg de første årene slik som er nevnt tidligere i oppgaven. Og deretter vil Chile komme tilbake på markedet som vil svekke prisen pga mer tilbud enn etterspørsel. Men får å forutsette en pris for de neste 4 årene har vi valgt å organisere dette inne i tabell nedenfor:

Tabell 7.1: Estimering av gjennomsnitt pris og volum i inntekt for 2009.

År 2009	Volum	Pris	Total
Salg av laks	9916	35,30	350035
Salg av videreforedling			259518
Annene salg			20000
Total salgsinntekter			629553

Tabell 7.2: Estimering av gjennomsnitt pris og volum i inntekt for 2010.

År 2010	Volum	Pris	Total
Salg av laks	9930	35,30	350529
Salg av videreforedling			310000
Annene salg			30000
Total salgsinntekter			690529

Tabell 7.3: Estimering av gjennomsnitt pris og volum i inntekt for 2011.

År 2011	Volum	Pris	Total
Salg av laks	11300	32,40	366120
Salg av videreforedling			332000
Annene salg			40000
Total salgsinntekter			738120

Tabell 7.4: Estimering av gjennomsnitt pris og volum i inntekt for 2012.

År 2012	Volum	Pris	Total
Salg av laks	13597	32,40	440542,8
Salg av videreforedling			332000
Annene salg			50000
Total salgsinntekter			822542,8

Det er veldig vanskelig å si eller estimere priser i fremtiden, spesielt når markedet er så usikkert som det er her i dette tilfelle. Lakse prisen er kjent for å svinge veldig mye. Vi kan sammenligne estimering av lakse prisen med å gjette hvor lynet neste gang vil slå ned. Men vi har sett på prisene gjennomsnittelig de siste 4 årene og vurderer det ditt at vi tar det som en forutsetning at prisene bli omtrent slik i gjennomsnitt.

Tabell 7.5: Estimering av fremtidig regnskapstall for SinkaBerg-Hansen

Resultat regnskap for SBH	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Driftsinntekter							
Salgsinntekter	401518	462575	537105	629553	682585	738120	822543
Driftskostnader							
Endring i beholdningen av varer u/tilv	-40156	-11604	-3663	-31449	-27690	-27720	0
Varekostnad	260128	304150	369760	465793	493740	527808	582912
Lønnskostnaden	40510	44447	51985	61128	73353	78634	80207
Avskrivning på varige driftsmidler	9789	11331	12741	13041	13301	14099	14100
Tap av fordringer	0	0	0	0	0	0	0
Andre Driftskostnader	43527	61529	73492	75367	75367	75367	75367
Sum drftskostnader	313798	409853	504315	583880	628072	668188	752586
Driftsresultat	87720	52722	32790	45673	54512	69931	69957
Finansposter							
Finansinntekter	4922	1936	11025	9445	9445	9445	9445
Finanskostnader	3229	3466	10016	2162	2162	2162	2162
Netto finansposter	1693	-1530	1010	7283	7283	7283	7283
Resultat før skattekostnaden	89413	51192	33800	52956	61795	77214	77240
Skattekostnaden	23619	14030	9071	14828	17302	21620	21627
Årsresultat	65794	37162	24729	38128	44492	55594	55613
Utbytte og Overføringer							
Utbytte	16094	9215	5364	10000	12000	17000	18000
Overføring til EK	49700	27947	19365	28128	32492	38594	37613
Sum Utbytte og Overføringer	65794	37162	24729	38128	44492	55594	55613

Vi har satt opp et fremtidig budsjett for fremtidige inntekter og utgifter. Det ser ut til at bedriften vil få vekst helt frem til 2012 og oppnår ”steady steat” her. Veksten er jevn og konsistent, det ser ut til at man i de neste fire årene vil ha en stødig og rolig vekst. Vi anser at de største utgiftsøkningene vil komme i form av lønn og varekostnaden, altså i takt med økte salgsinntekter og slags volum.

8. Verdsettelse av SinkaBerg-Hansen AS

8.1 Valg av verdsettelsesmetode

For å få besvart vårt forskningsspørsmål, som er en verdivurdering av SinkaBerg-Hansen AS, mener vi at den mest hensiktsmessige metoden å bruke er fri kontantstrøm modellen (FKS), der de fremtidige kontantstrømmene blir neddiskontert av et avkastningskrav for det veide gjennomsnittet av totalkapitalen. Vi har drøftet modellen tidligere i oppgaven og mener at dette vil være den riktige modellen i og med at FKS er ment å dekke kostnaden for både egenkapitalen og fremmedkapitalen. Kinserdal (2005) viser til at hvis man tar forutsetning om at fremtidige avskrivningskostnader tilsvarer det investeringsbehovet man vil få i fremtiden for å opprettholde kapasiteten i virksomheten, så vil grunnlaget være temmelig likt residualresultatet og dermed gi en tilnærmet lik kontantstrøm. Hoff (2009) påpeker at FKS metoden er rettet mot den fremtidige utviklingen, mens residualfortjenestemetoden er mer rettet mot dagens situasjon. Dette gjør at vårt valg faller på FKS-metoden for å løse oppgaven med å verdsette SBH.

8.2 Beregning av avkastningskrav for egenkapitalen

For å beregne avkastningskravet for egenkapitalen vil vi benytte oss av kapitalverdimodellen (CAPM). Den gir blant annet uttrykk for risikoen i forbindelse med avkastningen. Dette vil være en sentral del av verdsettelsen, og kanskje den mest vesentlige delen i å bestemme avkastningskravet.

Kapitalverdimodellen tar utgangspunkt i et selskaps beta (risikoeksponering), risikofri rente og forventet avkastning for markedet. Modellen vil dermed vise oss sammenhengen mellom avkastningen og risikoen som ligger i investeringen.

8.2.1 Beregning av Beta

Siden SBH ikke er børsnotert har vi brukt data fra tre av de største selskapene innen oppdrettsnæringen som er børsnotert i Norge. Følgende selskaper er brukt; Marine Harvest ASA, SalMar ASA og Cermaq ASA. Vi har brukt data fra de siste 5 årene for å beregne en betaverdi. For å komme fram til betaverdien for hvert enkelt selskap har vi kjørt en regresjonsanalyse gjennom SPSS. Vi henviser til vedlegg xxx, og setter inn følgende:

$\beta_{\text{Marine Harvest}}$	B_{SalMar}	B_{Cermaq}	$\bar{\beta}$
0,52	0,35	0,36	0,4

Tabell 8.1: Beregnet betaverdier

Dermed antar vi at betaverdien for SBH skal ligge på 0,4. Denne verdien mener vi ligger meget lavt, historisk sett er denne bransjen preget av store svinginger. Vi mener denne betaverdien burde ligge rundt 1 for å representere den risikoen som ligger i bransjen.

Gjesdal og Johnsen (1999) viser til regelen om statistisk justering om vekting for å justere betaverdien mot normalen som er 1. $2/3 \times \beta + 1/3 \times 1$

Betaverdien vil da oppjusteres til : $2/3 \times 0,4 + 1/3 \times 1 = 0,6$

En viktig årsak for denne lave betaverdien kan ligge i den situasjonen verdensøkonomien har opplevd de siste årene, med blant annet finanskrisen. Dette har skapt en uvanlig situasjon og vi mener dette kan ha blitt gjenspeilet i dagen betaverdi. Situasjonen kan se ut som den er i ferd med å normalisere seg, og derfor mener vi at det er sannsynlig at betaverdien vil stige mot et mer normalt nivå. Med bakgrunn i dette mener vi betaverdien burde justeres 0,3 opp.

Vi vil da få en betaverdien for SBH som er **0,9**.

8.2.2 Risikofri rente

For den risikofrie renten velger vi å bruke norsk 5 årlig statsobligasjon. Den kan ses på som tilnærmet risikofri. Vi har valgt å estimere fremtidige kontantstrømmer 4 år fram i tid, dermed vil tidshorisonten være nokså lik. Fem års statsobligasjoner (ST5X) ligger på 3,14 % (Oslo Børs 11.mai. 2010).

8.2.3 Avkastning for markedsporteføljen

Generelt bør avkastningen for markedsporteføljer ligge 5 % over den risikofrie renten. Johnsen (1999) sier at i situasjoner med lav rente vil en kunne ”justere” den i en gitt retning, slik at den vil holde seg stabil over tid. Siden vi nå er inne i en lav konjunktur med relativ lav risikofri rente, mener vi det vil være mer normalt at en bør runde av opp over. Dette grunnet at en ikke skal drive med for mange desimaler. Vi velger derfor å sette avkastningen for markedsporteføljen til 10 %, dette ikke er urimelig i

dagens situasjon med lav rente og de signaler fra blant annet Norges Bank at renten mest sannsynlig skal opp og ikke ned.

8.2.4 Likviditetspremie

Likviditetspremie er ment å kompensere for risikoen med å bli innlåst i en investering ved kjøp av lite likvide aksjer. Denne premien blir ofte brukt for ikke-børsnoterte selskaper og er ment for å justere opp et egenkapitalkrav som er basert på en betaverdi (Johnsen, 1999).

SBH er et selskap som er bygd opp fra grunnen av dagens eiere, og der aksjene er fordelt mellom grupperinger som er nært tilknyttet hverandre. Vi oppfatter eierne som langsiktige og mener at for utenforstående vil det være svært vanskelig å få innpass på eiersiden.

Det ville normalt ha vært naturlig å justere egenkapitalkravet opp med en likviditetspremie, men på bakgrunn av den langsiktigheten vi oppfatter på eiersiden, mener vi at en likviditetspremie i avkastningskravet ikke vil være korrekt.

8.2.5 Beregning av egenkapitalavkastningskravet

Modellen kan skrives som: $E(R_j) = R_F + [E(R_M) - R_F] * \beta_j$

Der: $E(R_j)$ = Forventet avkastning

R_F = Risikofri rente

$E(R_M)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

$[E(R_M) - R_F]$ = Markedets risikopremie

β_j = Aksjens beta

s = Skattesats – 0,28

Vi vi da beregner et egenkapitalavkastningskrav etter skatt for SBH vil det være:

$$0,031 \times 0,72 + (0,1 - 0,031 \times 0,72) \times 0,9 = 0,092$$

Da vil vi altså få et avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt for SinkaBerg-Hansen på **9,2 %** når vi beregner dette gjennom kapitalverdimodellen.

8.3 Beregning av avkastningskravet for totalkapitalen

Veid gjennomsnitt av totalkapitalen (WACC)

Ut fra balansen for 2008 ser vi følgende fordeling mellom egenkapital og rentebærende gjeld (tall i tusen):

		Andel i kr.	Andel i %
Egenkapital pr. 31.12.2008		211.967	74
Langsiktig gjeld pr. 31.12.2008	57.250		
Kortsiktig gjeld pr. 31.12.2008	<u>17.758</u>		
Sum Gjeld		75.008	26
<hr/>			
Sum Egenkapital og Gjeld		286.975	100

Vi bruker følgende formel for å finne WACC

$$\text{Avkastningskrav for totalkapitalen} = a_{EK} \times k_{EK} + a_G \times k_G (1-s)$$

der: a_{EK} = andel egenkapital

a_G = andel gjeld

k_{EK} = avkastningskrav for egenkapital

k_G = gjeldskostnad

s = skattesats

og: $k_G = 0,071 \times (1-s) = 0,051$

$s = 0,28$

Gjeldskostnaden k_G er selskapets rente til kredittinstitusjoner oppgitt i note 11 i årsregnskapet for 2008, justert etter skatt.

Ved å sette tallene inn i formelen får vi følgende:

$$\text{WACC} = 0,74 \times 0,092 + 0,26 \times 0,051$$

$$\text{WACC} = 0,08$$

Totalkapitalavkastningskravet for SinkaBerg-Hansen AS vil være **8,0 %** etter skatt.

Vi ser at avkastningskravet for totalkapitalen er noe lavere enn for egenkapitalen. Dette kommer av at k_{EK} er høyere enn k_G , dette er hva våre antakelser har vært i forholdet mellom egenkapital- og totalkapitalavkastningen. Forskjellen mellom dem er 0,3 % og den lave forskjellen kommer av høy egenkapitalfinansiering i bedriften.

8.3.1 Kontantstrømbasert verdivurdering

På bakgrunn av de analyser, forutsetning og drøftelser vi har gjort i de foregående kapitler vil vi gjøre en verdivurdering av SinkaBerg-Hansen AS. Vi viser til valg av verdsettelsesmetode og vil bruke følgende formel i verdivurderingen:

For å finne terminalverdien benyttes Gordons formel, $CF_{4+\infty}$ finnes ved å lese av kontantstrømmen for 2012.

Post (tall i 1000)	2009E	2010E	2011E	2012E
Kontantstrøm	38 128	44 493	55 594	55 613

Tabell 8.2: forventet fremtidig kontantstrømmer

$$P_0 = \frac{CF_{4+\infty}}{k - g} = \frac{55\,613}{0,08 - 0,025} = 1\,011\,145$$

Formel 8.1: Terminalverdien

P_0 = Terminalverdien 1.1.2012

k = Avkastningskravet for totalkapitalen som er 8 %

g = Inflasjonsstyrt vekst etter Norges Banks inflasjonsmål

Starten for perioden med terminalverdi er satt til 1.1.2012, da våre forutsetninger bygger på 0 vekst etter 2011. Dermed blir det bare tatt hensyn den forventede inflasjonen.

Periode 2009 - ∞ :

$$\text{Verdien av totalkapitalen} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{CF_4}{(1+k)^3 \times (k-g)}$$

Formel 8.2: Verdien av totalkapitalen

$$\frac{38128}{1,08} + \frac{44\,493}{1,08^2} + \frac{55\,594}{1,08^3} + \frac{1\,011\,145}{1,08^3} = 920\,261$$

Selskapets egenkapital er verdt $920\,261\,000 \times 0,74 = \underline{680\,993\,000}$

Verdien pr. aksje vil da bli $680\,993\,000 / 4\,664\,640 = \underline{146}$

SBH er ikke børsnotert og det omsettes ingen aksjer i markedet, så aksjeprisen blir en liten kuriositet.

Disse beregningene blir vist i en egen tabell som følger.

Tabell 8.3: Kontantstrømberegninger 2009 – 2012

Post (tall i 1000)	2009E	2010E	2011E	2012E
Kontantstrøm	38128	44 493	55 594	55 613
Diskonteringsfaktor	$1+0,08$	$1+0,08^2$	$1+0,08^3$	$(1+0,08)^3 \times (0,08-0,025)$
Terminalverdien				1 011 145
Nåverdi	35 304	38 145	44 132	802 680
Sum nåverdien	920 261			
Netto gjeld	239 268			
Verdi EK	680 993			
Antall aksjer	4 664 640			
Pris per aksje	146			

8.4 Oppsummering verdsettelse av SinkaBerg-Hansen AS

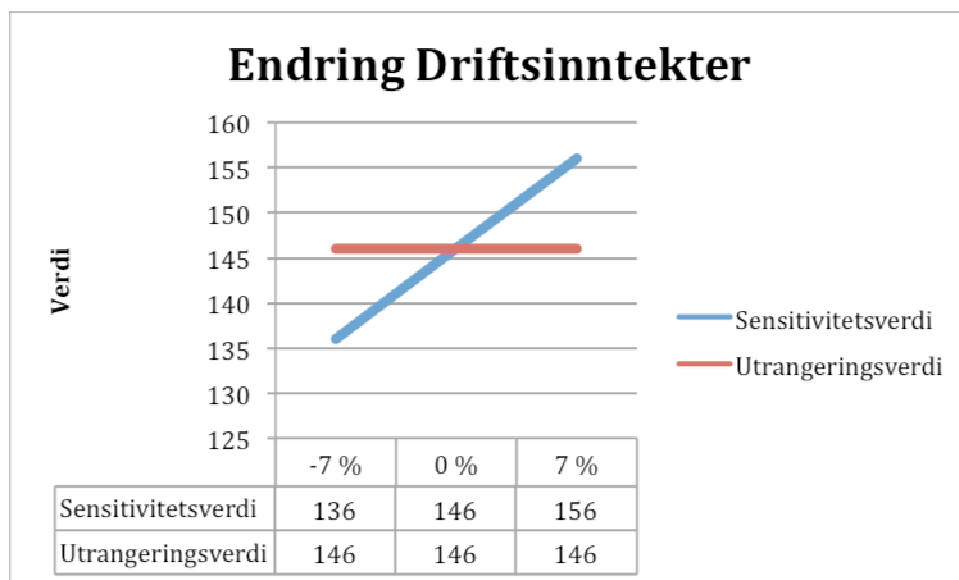
Pris/Bok forholdet for SBH er etter våre beregninger på 2,4. For SalMar er dette forholdet i følge siste børsnotering og årsrapporten for 2009 på 1,6. For Marine Harvest er dette forholdet 1,03, dette også i følge siste børsnotering og årsrapport for 2009. Grunnen til dette kan være at SBH ikke har tatt ut sitt potensialet i like stor grad som se andre selskapene. Det ser ut som om selskap i oppdrettsnæringen har høyere markedsverdi enn bokført verdi. Vi anser prisen som vi har kommet frem til som reell og det gir en pris per aksje på kr. 146 det vil si per. 1.1.2009 er selskapet verdt kr 920 261 000.

9. Sensitivitetsanalyse

Her vil vi prøve å se på hvordan endringer i budsjettdriverne påvirker aksjeverdien. Det vi vil prøve er å identifisere de budsjettdriverne som har størst innvirkning på estimatet. I vår verdsettelse vil det være viktig å se på hvordan budsjettdriverne påvirker verdiestimeringen i positiv og negativ retning. Siden vi har brukt CF-metoden vil det da være naturlig å ta for seg framtidig pris, som påvirker direkte salgsinntektene for salgsvolumet, avkastningskrav og veksten. Utrekningene blir lagt til i vedlegg 4.

9.1 Driftsinntektsendring

Vi har frem til og med 2012 beregnet ett fremtidig driftsinntekter for all virksomhet. Disse tallene er beregnet med utgangspunkt i vekst i konsesjoner og utvidelse av selskapets kapasitet. Det er ikke store investeringer som må gjøres for å øke driftens kapasitet. Vi ønsker å teste følsomheten for driftsinntektene. En endring i budsjettdriverne får følgende effekt på verdiestimatet.



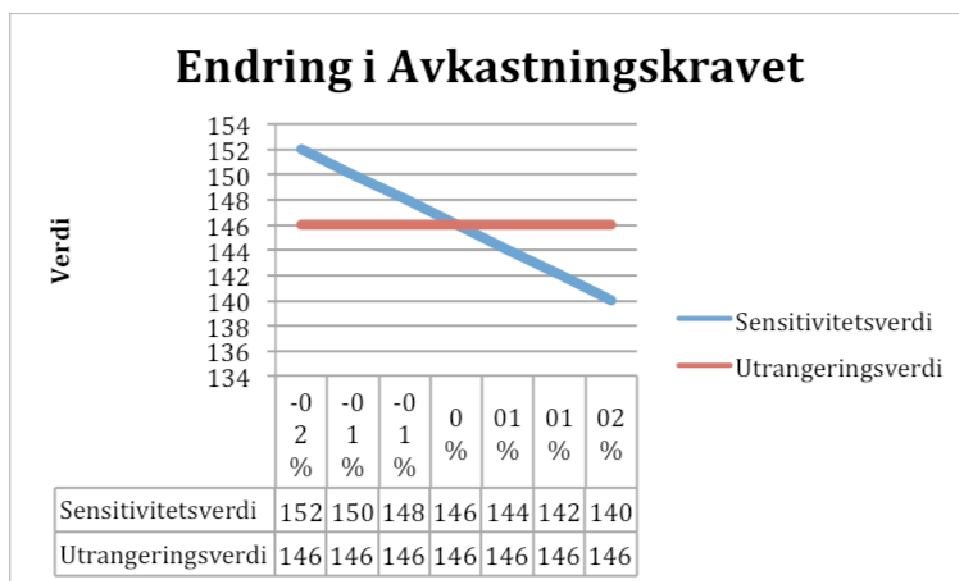
Figur 9.1: Endring i Driftsinntekter som grunnlag for kontantstrømmene.

Denne illustrasjonen viser endring i verdien hvis vi får en endring i driftsinntekt grunnlaget til SBH, og hvordan prisen på aksjen vil endres. Den blå linjen viser sensitiviteten og stigningen etter en endring i kontantstrømmene. Her ser en at med mindre fremtidig driftsinntekter vil en få en endring i kontantstrømmene, som igjen

gjør at aksjeprisen Synker. Den røde linjen viser oss hva vi har estimert som dagens aksjepris på SBH.

9.2 Avkastningskravet

Avkastningskravet vil også forandre verdiestimatet hvis dette endres. En av grunnene til denne påvirkningen, er at avkastningskravet vil være basert på et fagmessig skjønn med kompetanse som bakgrunn. Dette kravet kan være helt individuelt fra person til person.

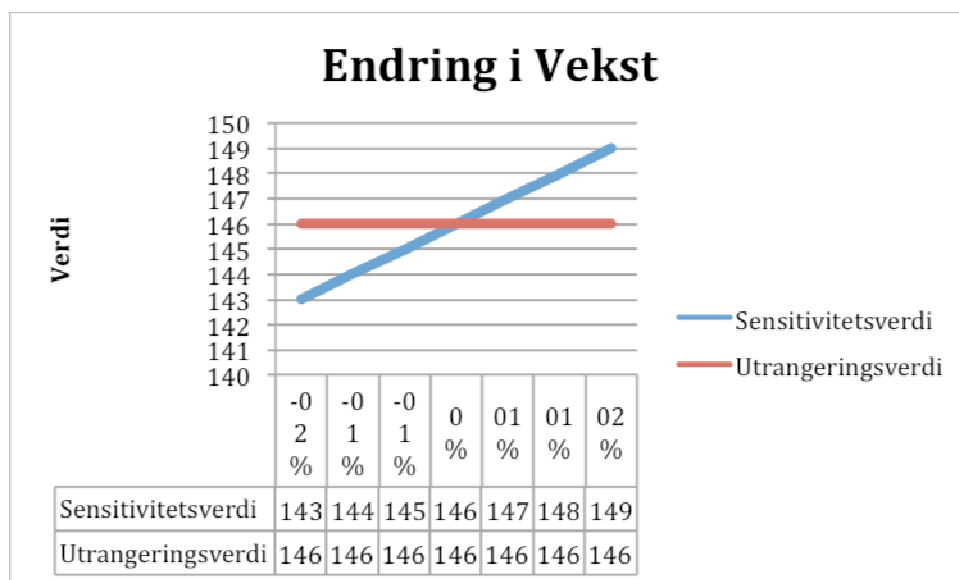


Figur 9.2: Endring i avkastningskravet.

Vi ser her en illustrasjon av en prosentvis endring mellom -1,5 til 1,5. Denne innvirkningen illustreres i figuren ved den blå linjen, her ser vi hvordan verdien endres når avkastningskravet forandrer seg. Ut i fra beregningene ser vi at den er synkende og konstant, dette gir oss en rett linje. Den røde linjen simulerer det samme som i driftsinntektene ovenfor.

9.3 Vekst

Også en endring i forventet vekst (g) vil utgjøre en forskjell på bedriftens verdiestimat. Dette vil bli påvirket av den forventete fremtidig driftsmarginene og hvor gode resultater en får ut i fra årsresultatene.



Figur 9.3: Endring i Veksten

Her ser man en liknende tendens som i avsnittet ovenfor, men i motsatt retning. En økning i veksten gir altså en høyere verdi av selskapet og motsatt.

9.4 Oppsummering av sensitivitetsanalyse.

Det fremgår her at hvis aksjonærene bestemmer seg for å selge i dag oppnår de en pris på ca. kr 146 per aksje. Resultatene bygger på det vi har kommet fram til i strategianalysen, finansanalysen og budsjetteringen av fremtidige regnskap. Vi kan si vi har oppnådd en god innsikt i marked, bransje og mener disse tallene virker ”rimelige”.

Det vil være vanskelig å si hva som skjer i fremtiden når det gjelder vekst, avkastning og fremtidige kontantstrømmer. Vi vet at lakseindustrien er en bransje som har hatt veldig store svingninger og vi vet ikke hva fremtiden vil bringe.

10. Konklusjon

I vår bacheloroppgave har vi sett på SinkaBerg-Hansen AS, som er en hjørnesteinsbedrift i Ytre-Namdalen regionen. Bedriften er en tradisjonsrik og stabil aktør i oppdrettsbransjen. Vi har sett på de finansielle og strategiske valgene bedriften har gjort. Vi mener bedriften har et godt potensial, dette kommer fram i regnskap- og strategianalyse. I regnskapsanalysen ser vi at bedriften driver med mindre marginer, men fremdeles med bedre marginer enn bransjen generelt. Det kan være mange grunner til nedgang i margin, men vi har valgt å trekke frem de viktigste som er; statlige pålegg og forskrifter, finanskrisen og ujevn pris.

På grunnlag av historiske tall har vi gjort oss opp en mening om de fremtidige forventninger, og har brukt en verdsettelsesmodell for å estimere en mest mulig korrekt verdi av selskapet. Gjennom bruk av kontantstrømmodellen mener vi at vi har kommet fram til et rimelig resultat. Den totale verdien av SinkaBerg-Hansen AS har vi estimert til å bli ca. NOK 920 621 000 per 1.1.2009, forutsatt de beregninger vi har gjort av avkastningskrav, vekst og markedsutsikter. Den beregnede verdien av egenkapitalen er 2,4 ganger høyere enn den bokførte verdien.

Vi mener vi har identifisert de største "truslene" for verdien av selskapet i form av sensitivitetsanalysen, der vi mener pris, vekst og avkastningskravet er de faktorer som har størst påvirkning på selskapsverdien. Det oppfattes at kompetansen i bedriften er med på å fremme et konkurransefortrinn.

Vi oppfatter at det er muligheter for svingninger i bransjen. Da tenker vi på uforutsette hendelser som for eksempel sykdomsutbruddet i Chile. En annen faktor er mulige utvidelser av markeder, som Russland.

Selskapet har en sunn finansiering, der egenkapitalen utgjør ca. 74 % av total kapitalen. Bedriftens likviditet anses som god, selv om den har vært avtagende i perioden 2006 – 2008. Vi anser soliditeten som sterk, derfor ser vi på SBH som en bedrift med vekstmuligheter på bakgrunn av dette.

Kilder:**Litteraturliste:**

- Boye, Knut (1998). *Verdsettelse*, Cappelen Akademisk Forlag. Oslo
- Boye, Knut og Koekebakker, Steen (2006). *Finansielle emner*, 14. utgave, Cappelen Akademiske Forlag. Oslo
- Dahl, Gunnar A, Hansen, Terje, Hoff, Roar og Kinserdal, Arne (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*, 1. utgave, Cappelen Akademisk Forlag. Oslo
- Damadoran, Aswath. 2002. *Investment Valuation-Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2. Edition. John Wiley & Sons Inc. New York
- Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999). Cappelen Akademisk Forlag. Oslo
- Hill, C., Jones, G. (2007). *Strategic management Theory: An integrated approach*, 7. utgave, Houghton Mifflin, Boston
- Hoff, Kjell Gunnar (2009). *Strategisk økonomistyring*, Universitetsforlaget AS. Oslo
- Hoff, Kjell Gunnar, Voldsund, Terje og Hansen, Svein Kolstad (2007). *Analyse av finansregnskapet*, 1. Utgave, Universitetsforlaget AS, Oslo
- Johannessen, Asbjørn, Kristoffersen, Line, Tufte, Per Arne. 2004. *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. Abstrakt forlag AS. Oslo
- Kinserdal, Arne (2005). *Finansiell rapportering og analyse*, 13. Utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Mun, J. (2003). *Real Options and Monte Carlo Simulation versus Traditional DCF Valuation in Layman's Terms*, working paper lastet ned fra <http://www.crystalball.com>
- Revsine, Lawrence, Daniel W. Collins and W. Bruce Johnsen (2001) *Financial Reporting and analysis*, 2. edition. Prentic Hall, Upper Saddle River

Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. (2005). *Strategi – en innføring*, 4. Utgave, Fagbokforlaget, Bergen

Internett-kilder:

<http://www.consensuseconomics.com/> - Consensus Forecast

<http://www.fishpool.eu/> - Fishpool i Bergen

<http://www.Intrafish.no>

<http://www.marineharvest.com/en/About-Marine-Harvest/Marine-Harvest-in-brief/>

<http://www.oslobors.no> - Oslo Børs 11.mai. 2010 (5 års statsobligasjon)

www.salmar.no.

<http://www.salmar.no/About-SalMar>

<http://www.ssb.no/fiskeoppdrett/>

<http://www.ssb.no>

Andre kilder:

Dun & Bradstreet, Selskapsinformasjon om SinkaBerg-Hansen AS

Gjerde, Øystein, Forelesningsnotater våren 2010

Knivsflå, Kjell H (2006). *The value-relevance of adopting IFRS*, Norwegian School of Economics and Business Administration, Department of Finance and Management Science, Bergen

Kontali, rapport for 2009

Kontali rapport 02.2010

Midt-Norsk Havbruk Group AS, årsrapport 2009

Myhre, Roar, Økonomisjef SinkaBerg-Hansen AS, intervju xx.01.2010 (Ta med korrigeret)

SalMar ASA, konsern rapport 2009 og konsern presentasjon

SinkaBerg-Hansen AS (Presentasjon)

SinkaBerg-Hansen AS, årsrapporter 2006-2008

Vedlegg

Vedlegg 1: Intervju med Roar Myhre, Sinkaberg-Hansen AS

Hva er ditt navn og din alder?

Roar Myhre og er 36 år.

Stilingsbetegnelsen din er?

Økonomiansvarlig.

Dette er også ansvarsområdet ditt?

Ja det er det.

Bransje:

1. Hvordan har utviklingen vært i bransjen 2007-2009 vært? Har dere forutsett denne utviklingen?

Nei, nå var ikke jeg her i begynnelsen og jeg begynte først i 2008, men utviklingen har vært ganske fin, pga lakseprisene har vært relativt høye, eller stigende i fra 2008 og fram til I dag da. Og har ligget ganske høyt. Men det er jo en del andre utfordringer som har kommet slik at det koster litt mer å produsere fisken enn før. Så selv om prisene er høye så får vi ikke alt det igjen.

-Hva tenker du på da?

Da tenker jeg på eks. som 2009 så kunne vi jo ha hatt et veldig bra resultat hvis det ikke hadde vært for at vi har hatt en del ekstraordinære kostnader, som avlusing og diverse pålegg som gjør at vi pådrar oss en del ekstra utgifter. Dette for å få bukt med luseproblematikken.

-Kunne dere ha forutsett denne utviklingen som har vært de siste årene?

Nei, tror egentlig ikke at det var noen som forventet at prisene for 2009 skulle være så høye for eksempel 2008 var egentlig mer normalt på den måten, men i forhold til 2009..., så sikrer vi blant annen prisene på et helt annet nivå enn det de ble i 2009, sånn at vi kunne jo ha tjent vesentlig mere i 2009 enn vi gjorde, hvis vi ikke hadde sikret så mye.

2. Hvor befinner produktet seg i forhold til produktets livsuklus? Da tenker jeg på Innovasjon, vekst, modning, fall.

Her tenker du på, produkt? Nei vi er vel inn i en begynnende modningsperiode nå. Fordi selve innovasjons biten er for filètproduksjon som er her. Der det er utviklet en del teknikker i forhold til "pre-rigor file" det vil si: veldig fersk laks. Som blir tatt før den er dødstiv da. Det ble jo startet opp for noen år siden. Det har vært på vei oppover da, men det er vel også i modningsfasen nå. Nå går den ganske jevnt, men mer og mer av vår produksjon går på slik fisk da.

-Er det videreforedling som er fremtiden?

Ja, vi har en formening om at på lang sikt er det tingen, men samtidig så vet vi jo at vi kan ikke produsere mer filèt, altså vi kan ikke satse mer på filèt, en vi har tilgang på egen fisk For det er vanskelig å vite om de som er slakte kunder her vil være her i all framtid. Så vi kan egentlig ikke basere oss på produksjon av filèt enn det vi har av egen fisk. For der må vi ha kontrakter for å drive på med dette, hvis ikke risikerer vi at i perioder må kjøpe fisk for 40 kr, også får vi bare 30 kr for den i utgangspunktet, for den fisken vi skal selge videre.

3. Hvordan har Biomassen deres utviklet seg, har det siste årene vært effektiviserende?

Ja altså, det produseres jo mer og mer egentlig, sånn sett. Men vi må jo forholde oss til de reglene som gjelder. Men nå slakter vi hele året, så vi får jo tatt unna. Produksjonen har jo stabilisert seg, vi har kommet mer og mer dit at vi har ganske sånn tett opp under hele tiden. Selv om det kanskje nå sånn tidlig på året er vanskelig å være helt på topp med produksjonen, sånn når vi slakter hele tiden.

-Er det litt mer variasjon nå, på begynnelsen av året?

Ja begynnelsen av året, eller i denne perioden så er det litt vanskelig å ha stor nok fisk til å ha tilstrekkelig med fisk da. Fordi det har med at vi ikke har noen eksterne kunder som slakter på denne tiden av året. Det er kun vår egen fisk som er aktuell på denne tiden. Fordi det er ingen andre som har produksjon som legger seg for å slakte på denne tiden da. Vi har fisk til hele året.

4. Tror du at bransjen kommer til å effektiviseres mer i de neste årene?

Det er rart vis den ikke gjør det da. Men samtidig så er det en del føringer som legges i fra myndighetene som kan gjøre at den ikke trenger å få like mye effektivisering fremover. Det legges hele tiden noen begrensninger på hva du kan gjøre sånn sett. For det som skjer nå for eksempel, at vi må avluse så mye som vi gjør for å være sikker på det, så fører jo det til en lavere vekst på fisken.

-Hvordan det?

Den får ikke like mye mat heller når vi avluser. Eller det gjør jo også at den ikke har samme appetitten i en periode da. Kanskje blir den satt på sulting noen dager før den skal avluses, som gjør at den vokser ikke like fort som hvis vi ikke hadde drevet med dette. Det blir altså litt stopp i foringen, så den får ikke like mye mat som den kunne ha fått.

5. Hvordan ser dere på videreforedling? Skal dette økes?

Vi ønsker jo egentlig å videreforedle så mye som mulig vi. Så lenge vi har tilgang til nok egen fisk da. Også må vi være sikker på at den fiske vi bruker til det er tilgjengelig til en hver tid.

- Det kommer vel ann på kvalitet også da?

Ja, kvalitet er jo viktig hvis ikke så får vi det fort tilbake.

Marked:

1. Har dere viktige samarbeidspartnere i markedet?

Vi har en viktig samarbeidspartner på den biten og det er jo, Halvard Lerøy. Så vi har jo egentlig ikke noe stort markedsapparat vi, annet enn at vi har noen personer som kommuniserer direkte til Lerøy. Det er jo Lerøy som selger all fisken ut i markedet, og det er jo et bevist valg fra oss. Dette i forhold til at man da når ett veldig stort marked. Fordi at de har et enormt kontakt nett i hele Europa og hele verden for øvrig, så de har jo ett apparat som vi benytter oss av.

-Det reduserer risiko også da?

Ja, det reduserer risiko og gir oss en unik mulighet til å nå markedet å da.

-Bedre pris også da kanskje?

Ja, i forhold til at man skal ha et bra stort apparat selv hvis man skal nå så bredt marked da. Klart de også tjener jo penger, å de er jo avhengige av å ha tilgang på fisk for å tilfredsstille markedet også. Men de vil jo gjerne ha vår fisk, å det gjør vel at vi for så vidt når et bredt marked og vi føler at vi får bedre priser på dette.

-Hvordan fungerer samarbeidet egentlig? Ringer de og sier at de vil ha fisk?

Nei, det er på ukes basis og planlegging så de skisserer hva de trenger. Vi legger jo egentlig planer for hele året sånn sett i forhold til hvor mye vi mener vi kan slakte. Også hvor mye vi mener vi kan bearbeide da, og det er jo også hvor mye etterspørsel de klarer å lage hos oss på kontrakter, og filèt da. Men det fungerer veldig bra det. Det er jo også sånn daglig dialog med de nede i produksjonen her og det går veldig mye fram og tilbake, der de blir enige om hva som skal pakkes og ordnes.

2. Betyr dette at dere eliminerer all risiko på pris i forhold til at den ikke kan variere like mye som den gjør på spot? Eller er det spot-pris dere får her?

Ja, det er ikke spot pris på filèt-avdelingen her da. Men vi har jo ikke bare filèt her vi har jo også fersk laks. Men den er det spot- pris på ikke sant. Der reduserer vi litt risiko med at vi tegner noen kontrakter, (terminkontrakter). Det gjør vi på Fish-pool i Bergen. For 2010 har vi kanskje sikret i underkant av 30% av prisene, men i 2009 sikret vi litt for mye for å si det slik. Men det er lettere å si i etterkant, når man ser hvor høye prisene ble.

3. Hvilke markeder er dere mest eksponert for?

Det er egentlig hele verden. Det leveres fisk her i fra til Japan, USA, Frankrike også hele Europa. Og det er det vi ser som en fordel med å være tilknyttet Lerøy, vi når da et veldig bredt marked. Så Lerøy bruker å ta med seg aktuelle kunder hit for å se på det vi gjør, og for å se på om de ønsker å ta noe fisk her i fra da. Og det har vært suksess fullt så langt

4. Er det noen markeder som dere vil utvide til? Eller dere planlegger å utvide til?

Nei, vi har jo egentlig ikke behov. Siden det er de (Lerøy?) som legger mye strategier på denne biten. De planene og ønskene vi har, går egentlig mer på hva vi ønsker å produsere. Også de kan kanskje ha ønsker om at vi skal produsere sånn og sånn. Men

Jo flere produkter jo mer vidløftig blir produksjonen og flere omstillinger blir det her nede i produksjonen hos oss, det gir kanskje ikke den samme lønnsomheten som det kanskje ville vært hvis vi har hatt bare et produkt her. Jo flere omgjøringer vi må gjøre ned her for å få til ting, jo mindre lønnsomhet blir det. Men vi ønsker jo og tilby mange produkter sånn sett da, og det er vel noe av det Lerøy setter pris på også da. Dette gjør oss litt mer fleksibel igjen.

5. Hvordan har etterspørselen utviklet seg?

Den har egentlig vært jamt over høy, vi føler ikke at vi har hatt noen begrensninger. Det går mer på hva vi kan klare å skaffe til de, for å si det slik. Så hender det at i perioder at det ikke er like stor etterspørsel og det gjør at det er litt vanskelig å sette taket på bemanning. For det er klart hvis man skal ansette folk etter toppene her så kan det fort bli litt for mye folk også. Det er litt viktig å ha en liten balanse på det også, og heller få litt overtid hvis det trengs.

- Hvordan tror du at denne etterspørselen skal utvikle seg?

Det er vanskelig å si. Men vi tror ikke at det er bare bra og ha høye priser over lang tid. For det kan kanskje påvirke etterspørselen, og det trenger ikke være positivt for etterspørselen. Og da tenker vi ikke må meg og deg, men på kjedene som skal kjøpe dette produktet. Hvis produktene er for dyre så blir det lett at de går på andre produkter. Altså at de kan begynne å se på andre produkter i stede for laks pga at den priser seg ut.

-Er det noen tall som indikerer dette? Hva er en høy pris og hva er en lav pris?

Jo, vi så det i fjor at når man passerer 40 kr per kg på fersk laks så blir det tungt å drive. Har ikke vi hatt kontrakter på våre produkter, så kan du se for deg når de kontraktsprisene vi hadde på filèt. Så gikk prisen opp til rundt 30 kr som grunn pris for å legge kalkylen til produktet, så hele tiden at fersk laksen legges i bunn på kontrakten. I perioder i fjor når fersk lakspriksen ligger over 40, så er det ikke gunstig å drive med. Hvis det ikke hadde vært for at vi hadde internt her hos oss, med kontrakter mellom avdelingene, som gjør at det igjen er lønnsomt å drive med det. Men jeg kan se for meg at de som igjen driver med videreforedling i Europa ellers som igjen skal kjøpe laks til den prisen, tror jeg igjen ikke tør å gjøre det samme uten å ha kontrakter.

Strategi:

1. Hvilke er de viktigste (farligste) substituttene til laks? Hvordan påvirker de deres strategi?

Andre fiskeprodukter i første omgang. Hvis laksen blir for dyr kan biff og sånne ting bli en utfordring det og.

-Påvirker det her strategien i forhold til terminkontrakter?

Sånn som det var i fjor, så er det veldig mye av fisken som selges etter kontrakter. Hvis ikke ville det ha vært et vanskelig marked og gitt mange store problemer. Jeg tror det ligger litt strategi bak dette og derfor at mange går i kontrakter, slik at markedet fungerer. Vi tegnet ganske mange kontrakter for 2009 på rundt kr. 26 pr.kilo, mens snittprisen for året lå rundt ca kr. 30. Det er jo 4 kroner pr. kilo som vi gjerne skulle hatt, men hvis det var mange som gjorde det, var det nok riktig pris.

-Kan det være med på å presse opp prisen i markedet?

Det kan påvirke prisen på den fisken som ikke selges under kontrakt, fordi mengden som selges uten kontrakt er relativt lite og derfor kan prisen komme ganske høyt.

2. Hvilke andre reelle trusler kan inntreffe i fremtiden?

Alt som har med sykdom å gjøre i forhold til produksjonen er en reell trussel eller risiko. Ved fisesykdommer blir det ofte krav om nedslakting og lignende og vil være en trussel mot lønnsomheten. Utover dette så har næringen en strategi som går på samarbeid mellom oppdretterne for å prøve å unngå sykdommer på fisken.

3. Hvilke områder har størst ekspansjonsmuligheter?

Slik det er i dag, er det rammevilkårene som styrer mulighetene. Vi kan ikke produsere mer enn hva konsesjonene tilsier. Hvis vi kommer i posisjon til det, kan vi ekspandere når det gjelder videreføring. En av utfordringen i forhold til ekspansjon er tilgang på lokaliteter. Det ser også ut som myndighetene vil legge føringer, der det ikke blir lov å blande årgangsklasser innenfor samme sone. Dermed kan nye lokaliteter være nødvendig hvis man ønsker å ekspandere på

produksjonssiden.

4. Hvilken strategi ligger bak søknaden om biomassetak?

Strategien bak er for å utnytte produksjonen bedre med hensyn på lokalitetene som er til rådighet og hvordan de utnyttes. Vi mener at vi på denne måten kan øke produksjonen.

5. Hvordan er tilgangen på ressurser, da med tanke på råstoff, økonomiske, menneskelige og teknologiske?

Tilgangen på råstoff er god, da også med tanke på de lokale samarbeidspartnerne vi har i området. Menneskelige ressurser som vi først og fremst trenger i produksjonen, synes vi tilgangen er meget god. Det vises blant annet ved at vi nylig har søkt etter arbeidskraft for ett nytt skift, og responsen fra kvalifiserte medarbeidere var meget god. Hovedsakelig har vi norsk arbeidskraft, men vi har en del utenlandsk og da hovedsakelig fra Sverige. På bakgrunn av høye laksepriser (god inntjening), har vi sett oss råd til å investere i ny teknologi. Tilgangen til teknologi er meget god og mange jobber med teknologiske løsninger til det som vi holder på med. Vi kan se etter nye ting på messer og vi blir ofte oppsøkt av folk med ideer knyttet til vårt behov av tekniske løsninger. Vi har alltid vært tidlig ute med nye løsninger, men ser at det ikke trenger å være det beste med tanke på kostnadene. Man trenger ikke alltid være pionerer. Det har vært snakk om å endre løsning på bløgging av fisken, men har sett det vil gi innvirkning på kvaliteten, og derfor vil vi ikke endre noe før vi har ett fullgodt alternativ til dagens løsning.

6. Hvilke konkurransefortrinn har dere, og hvordan utnyttes disse strategisk?

Det viktigste er kanskje at vi kan kontrollere hele produksjonslinjen, fra smolt til ferdig produkt. Det har vi gjennom eierskap i selskap som produserer smolt og egen produksjon på laks. Tilgangen på råstoff har vi muligheter til å styre, slik at vi kan kjøre produksjon gjennom hele året. Dette gjør oss til en attraktiv samarbeidspartner blant annet for Lerøy, som skal selge vårt produkt i markedet. I tillegg har vi stor kapasitet på slakting, ca 130 tonn pr. dag.

Etikk/Miljø

1. Hvordan oppleves utslippsproblematikken? Hvilke tiltak kan settes inn

Vi ville ikke opplevd det som noe spesielt hvis det ikke hadde vært for medias fokus på dette. Det vi gjør rundt dette, er å forholde oss til de regler som finnes. Vi ønsker primært å få fisken stor og fin og slakta, slik at vi kan få mest mulig penger for den. Det er ingen god butikk for oss, at fisken rømmer. Punkt en: så ønsker vi å holde fisken i mærdene, slik at vi kan slakte den og tjen penger på den. Punkt to: så ønsker vi ikke at fisken rømmer og skaper problemer for resten av miljøet. Det vi gjør i forhold til dette problemet, er å holde oss til de krav som er satt. For den rømningen som var i 2009, så var det et ekstremtilfelle med tanke på været og vindforholdene. Samtidig som en kjetting, som skal kunne tåle slik vær, ryker. Jeg føler ikke vi kunne gjøre mer enn å følge de krav og anbefalinger som er gjort, etter blant annet måling av strømforholdene osv.

2. Hvor store kostnader / tap knyttes til rømning?

Det er ikke satt opp noe endelig regnestykke, fordi vi ikke vet eksakt hvor mye fisk som rømte. Vi har gjort et anslag basert på tidligere erfaringer og tror vi det kan være rundt 10000 fisk. Men det vet vi ikke sikkert før resten av fisken blir slaktet. Dette er noe vi er enig med fiskeridirektoratet om. Kostnaden er vanskelig å si. Tapet inntekter kan være ca. 10 kr. Pr. Kg.

3. Hvordan påvirkes omdømme i slike saker?

Det er først og fremst næringen som helhet som rammes. Lokalt har vi ikke merket noe, og føler det er forståelse blant folk at slikt kan skje og at det ikke er tilsiktet. Hvis det blir mange slike saker, så er det omdømmemessig verre for hele næringen, enn for enkelt aktører. Dette kan slå inn på salgsmuligheter og priser for produktet.

4. Hvordan påvirker miljøpolitiske beslutninger bedriften?

Det påvirker på den måten at vi ønsker å innrette oss og være på plass der og. Vi har

egen veterinær ansatt, for å ta vare på dyrevelferden. Dette er et valg vi har gjort for å innrette oss der og. Hun gjør forskjellige undersøkelser og er med på diskusjoner rundt beslutninger som tas.

- Føler dere at ting blir tredd over hodet på dere, eller er det som det bør være?

Vi ønsker å holde på med dette i mange år til. Hvis vi bare skulle ha tenkt profitt og ikke tatt slike hensyn, så ville det ha vært en kortsiktig strategi. Så jeg tror at det er slik det bør være.

Framtidsutsikter

1. Foreligger det planer om videre vekst eller investeringer for bedriften?

Vi diskuterer det en del og hvis vi skal veks videre er vi avhengig av ha 100 % sikker tilgangen på råstoff. Hvis vi ser på å veks videre, vil det være på slakting og videreforedling og da vil vi være avhengig av vekst på produksjonen vår i sjøen. Sånn det er pr.i dag får vi ingen slaktekunder som er villig til å tegne avtale på kontraktspriser som vi må ha på for eksempel videreforedling. Dem vil ikke være med på en pris på for eksempel kr. 30 for fisken vår. Dem vil hele tiden forholde seg til prisene i markedet, derfor kan ikke vi regne med deres fisk i våre planer for videreforedling. Hvis vi skulle gjort det ville det innebære en for stor risiko for oss. Vi ser for oss hvis vi får stor nok tilgang på råstoff så kan det bli utvidelse på slakteri og videreforedling. Pr. i dag har vi gjort en økning på slakterikapasiteten ved å ha lagt et skift til. Der har vi litt å gå på. Blir det mer enn det må vi se på bygningsmessige ting ved for eksempel å bygge et slakteri til på tomten vi holder på å spreng ut.

2. Hvilke satsningsområder er mest interessante for bedriften i fremtiden?

Hvis vi skulle ha vært rent kyniske på profitt så hadde vi sannsynligvis ikke holdt på så mye med det vi holder på med her i dag. Det vi gjør her, noe som kanskje kunne vært nevnt under miljø, i forhold til videreforedling, er at fersk fisk blir pakket i kasser som ikke er av isopor og kan gjenbrukes. Det blir også brukt minimalt med is. I forhold til transport så kan vi doble antall kilo pr. bil, slik at det blir færre turer. Jo

mer vi får bearbeidet fisken her og ikke sende den hel herfra, jo mer miljømessig er det. Vi mener at så lenge det produktet dem får, pre-rigor filet, er bra, så er dette bedre. Vi har fått tilbakemelding fra kunder bla annet i Sverige som tidligere har fått hel fisk, og dem opplever at vi gjør kvaliteten bedre på produktet enn det dem klarer selv. For å produsere en pre-rigor filet må du ligge ved sjøkanten, fordi prosessen må skje så fort og derfor kan det ikke gjøres hos kunden i Sverige. Dem begynner å se forskjellen på filèn dem får i forhold til det dem produserer.

3. Hvordan ser dere på prisutviklingen? Vil prisene være mer stabil i fremtiden?

Det er veldig vanskelig å se for seg utviklinge. Men det en kan se for seg på grunn av problemene som er i Chile nå, er at prisen blir ført oppover. Chile har hatt store mengder fisk. Markedet i USA har tatt seg opp fra Europa fordi Chile er forsvunnet mer eller mindre. Grunnen til det er enorme utbrudd av sykdom på chilensk fisk, og de har vært nødt til å slakte nærmest all fisk. Dem sliter med at hvis dem har produksjonen i en fjord, så vil all fisk bli smittet hvis det blir sykdomsutbrudd. Dem har ikke planlagt at man kan unngå sykdom ved legge enkelte områder brakk. Dem må bygg seg opp på nytt, og det tar litt tid. Vi vet ikke når dem er tilbake igjen. Dem har tidligere produsert store mengder til markedet til priser som har vært gunstig. Dem må kanskje gjøre ting på en annen måte og kan få økte kostnader som følge av det. Dem håper på at markedet får nok fisk, slik at det ikke blir etterspurt noe annet istedenfor fisk. Spørsmålet vil jo være hva som skjer når Chile er tilbake og de andre har bygd opp sin produksjon for å ta Chiles del av markedet mens de har vært ute. Det blir spennende hvordan dette vil slå ut.

- Fish-pool har jo begynt med lakse-opsjoner, vil ikke det gjør det mer stabilt?

Det kan hende at det vil hjelpe på. Det er jo ting som kan påvirke prisen litte grann.

Avslutning:

Er det noen temaer du mener bør være med i intervjuet?

Vet ikke hvor vesentlig det er forhold til det dere holder på med, men i forbindelse

med det å ekspandere og ansette flere folk er vi avhengig av flere egne konsesjoner. Vi føler det er litt misforstått av de som har tildelt konsesjonene nu i siste runde. Dem har tildelt slakte-kunder og andre selskap konsesjoner i stedet for de som driver med videreforedling. I Nordland fikk vi ingen, og Trøndelag fikk vi en. I forrige runde så følte vi at det var 100 % klaff.

Vedlegg 2: Beta estimering.

Avkastning for aksje og rå data som hentes fra oslobørs.

Dato	Avkastning SalMar	Avkastning MH	AvkastningC
01.12.05		0,2925517	
01.01.06		0,026316	
02.02.06		-0,12621	
01.03.06		0,07222	0,121519
04.04.06		-0,05	0,071429
02.05.06		0,196172	0,300469
01.06.06		0,4	0,13
03.06.06		0,982857	0,115385
01.08.06		-0,03602	0,091954
01.09.06		0,0645275	-0,06845
02.10.06		-0,03511	-0,03955
01.11.06		0,011645	0,005882
01.12.06		-0,13787	-0,04082
02.01.07		0,03125	0,06422
01.02.07		0,08	0,057471
01.03.07		0,17193	0,097826
02.04.07		0,0582	0,133663
02.05.07		0,021307	0,0131
04.06.07		-0,09597	-0,09483
02.07.07	-0,00513	0,009231	0
01.08.07	0,010363	-0,03354	-0,02857
03.09.07	0	0,085174	0,09804
01.10.07	0,079487	0,040698	-0,01942
01.11.07	-0,00238	-0,03771	-0,00495
03.12.07	0	-0,21626	-0,18408
02.01.08	-0,05502	-0,3444	-0,1373
01.02.08	0,065823	-0,01	0,088339
03.03.08	-0,14489	-0,17192	-0,29221

01.04.08	0,027778	0,05903	0,275229
02.05.08	0,084211	0	-0,10072
02.06.08	0,105	0,121722	-0,052
01.07.08	-0,02	0,102639	0,109705
01.08.08	-0,03659	-0,04	-0,09506
01.09.08	-0,02532	0,016575	-0,10084
01.10.09	-0,04156	0,043478	-0,02804
03.11.08	-0,22764	-0,027865	-0,24615
01.12.08	-0,01754	-0,59928	-0,27296
02.01.09	0,107143	-0,10811	-0,00351
02.02.09	-0,12903	0,191919	0,007042
03.03.09	0,01852	0,228814	-0,1014
01.04.09	0,132075	0,17931	0,11284
04.05.09	0,1	0,304094	0,055944
02.06.09	0,169444	0,2589	0,09375
01.07.09	-0,00238	0,131105	0,10989
03.08.09	0,038095	-0,11818	-0,15
01.09.09	0,009174	0,10567	-0,00701
01.10.09	0,068182	-0,04429	0,0708588
02.11.09	-0,0766	0,013669	0,087912
01.12.09	-0,01382	0,033927	0,131313
01.01.10	0,109813	0,019781	-0,01339
01.02.10	-0,01263	0,193519	0,045249
01.03.10	0,040512	-0,00191	0,177489
06.04.10	0,01	-0,0958	0,0014706
04.05.10	0,19332	0,070076	-0,02174

Vedlegg 3: Resultater av regresjons analysen

SalMar ASA

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,007	,014		-,542	,592
	OSEAXmer	,512	,128	,591	4,011	,000

a. Dependent Variable: Salmer

Marien Harvest ASA

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,015	,034		,449	,656
	OSEAXmer	,355	,363	,143	,979	,333

a. Dependent Variable: MARmer

Cermaq ASA

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,018	,019		-,914	,366
	OSEAXmer	,356	,209	,244	1,704	,095

a. Dependent Variable: Cermmer

Vedlegg 4: Sensitivitetsanalyse regneark.

Endring Driftsinntekter	-7 %	0 %	7 %				
Sensitivitetsverdi	136	146	156				
Utrangeringsverdi	146	146	146				
Endring i Vekst	-1,5 %	-1,0 %	-0,5 %	0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %
Sensitivitetsverdi	143	144	145	146	147	148	149
Utrangeringsverdi	146	146	146	146	146	146	146
Endring i Avkastningskravet	-1,5 %	-1,0 %	-0,5 %	0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %
Sensitivitetsverdi	152	150	148	146	144	142	140
Utrangeringsverdi	146	146	146	146	146	146	146
		35303	38145	44132	802679		
920261,0908							
680993207,2							
145,99							
	38128	44493	55594		1011145		
							1
	0,08	0					