



UNIVERSITETET I
NORDLAND

MASTEROPPGAVE

Verdsettelse og strategisk vurdering av
Austevoll Seafood
BE305E Finansiering og investering
Bodø 2015

Ørjan Nøstan

Eirik Kolstad



Abstract

The purpose of this thesis has been to determine the value of one share in Austevoll Seafood. We have chosen to do this by fundamental analysis combined with a strategic analysis. Based on both of these analyses the main conclusion is that Austevoll Seafood has the correct valuation as of 1.1.15, with a potential upside dependent on which model is used.

We began by reviewing why it would be interesting to value a sea food company and set the following question;

”What is the value of one share, and how do all of the strategic market factors influence the price of Austevoll Seafood ?”

We reviewed the methods we had used and discussed design, validity and reliability. Further describing and highlighting the specific sources.

The strategic analysis showed that Austevoll Seafood has many challenges within their market area. One particular area of importance being Norwegian relations towards the countries that are traded with, for example it will therefore help considerably if the relationship towards China and Russia improve in the future. With regards competition this is a very closed market where have time to be prepared towards new competitors and larger companies will often buy up smaller companies. This acquisition strategy is key for the future growth of Austevoll Seafood, since they have chosen not to rely on organic growth.

In the chapters leading up to the valuation we discussed theory and calculated key numbers that we later used in the models within the valuation chapter.

In the valuation we focused on three categories; dividend discount models, free cashflow to equity and free cashflow for firm. Based on these three models for each of the three categories we determined that Austevoll Seafood is correctly priced with a potential upside of up to 13kr per share.

Forord

Masteroppgaven er skrevet som det avsluttende leddet i vår masterutdanning Master of Science in Business ved Universitetet i Nordland (UiN) våren 2015. Vår hovedprofil er finansiering og investering.

Bakgrunnen for valg av tema har vært interesse for verdsettelse som fag og sjømatbransjen som en viktig eksportnæring i Norge. Masteroppgaven har fått oss til å ytterligere fordype oss innen vår hovedprofil, samtidig som vi har fått gjort et dypdykk i en interessant bransje.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, førsteamanuensis Thomas Leirvik ved Universitetet i Nordland, for rettleiding og konstruktive tilbakemeldinger gjennom prosessen.

Bodø, 18. Mai 2015

Eirik Kolstad og Ørjan Nøstan

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven har vært å finne verdien av en aksje Austevoll Seafood. Vi har valgt å gjøre dette ved fundamental analyse knyttet opp i mot en strategisk analyse. På bakgrunn av begge analysene så er hovedkonklusjonen vår at Austevoll Seafood er riktig priset den 1.1.15, med en potensiell oppside avhengig av hvilken modell man stoler mest på.

Vi startet denne oppgaven med å gå igjennom hvorfor det er interessant å verdsette et oppdrettsselskap, og satte problemstillingen:

”Hvilken verdi har én aksje, og hvordan påvirker det strategiske miljøet prisen på Austevoll Seafood?”

Vi gikk så igjennom metodene vi har brukt og diskuterte design, validitet og reliabilitet. Vi beskrev og satte søkelyset på enkelte kilder vi har brukt i løpet av teksten.

Den strategiske analysen viste at Austevoll Seafood har mange utfordringer når det kommer til sine strategiske omgivelser. Særlig er norske relasjoner mot land vi handler mye med viktig for sjømatnæringen. Det hjelper derfor mye om forholdet til Kina og Russland forbedrer seg i årene som kommer. I forhold til konkurrenter er de i et veldig lukket marked der man kan forberede seg på potensielle nye aktører i god tid og der de største ofte kjøper de minste. Denne oppkjøpsstrategien er sentral for videre vekst for Austevoll Seafood, da de ikke satser på organisk vekst.

I kapitlene før verdsettelsen diskuterte vi teori og regnet ut nøkkeltall som vi senere brukte i beregningen av modeller i verdsettelseskapitlet.

I verdsettelsen fokuserte vi på kategoriene: dividendemodeller, frie kontantstrømmer mot egenkapitalen og frie kontantstrømmer for bedriften. På bakgrunn av tre modeller for alle tre kategoriene fikk vi et inntrykk av at Austevoll Seafood er riktig priset med en oppside på opptil 13kr per aksje.

Innhold

Forord	II
Sammendrag	III
Innhold	IV
0. Oversikter	VIII
0.1 Bildeoversikt	VIII
0.2 Tabelloversikt	VIII
0.3 Figuroversikt	X
0.4 Formeloversikt	X
0.5 Grafoversikt	XI
1. Motivasjon og valg av tema	1
1.1 Aktualisering	2
1.2 Oppgavens oppbygning	3
2. Bransjebeskrivelse	5
2.1 Norsk Havbrukshistorie	5
2.2 Laks	7
2.3 Pelagisk fisk	8
2.4 Bransje og virksomhet	9
2.5 Austevoll Seafood ASA	12
2.5.1 Fiskemel og -olje	13
2.5.2 Konsumprodukter	13
2.5.3 Pelagisk Nordlige Atlanterhavet	14
2.5.4 Atlantisk laks og ørret	14
2.5.5 Lerøy Seafood Group	15
3. Forskningsdesign og metode	16
3.1 Forskningsdesign	16
3.2 Datainnsamling	18
3.3 Dataanalyse og Excel-modeller	19
3.4 Validitet – indre og ytre	21
3.5 Reliabilitet	23
3.6 Valg av metoder	24
3.7 Valg av kilder	27

4. Strategisk analyse av Austevoll Seafood.....	29
4.1 PESTEL- analyse	30
4.1.1 Politiske faktorer	31
4.1.2 Økonomiske faktorer.....	33
4.1.3 Sosiale –og sosiokulturelle faktorer	34
4.1.4 Teknologiske faktorer.....	35
4.1.5 Miljømessige faktorer.....	36
4.1.6 Juridiske faktorer.....	37
4.1.7 Oppsummering av PESTEL-analysen.....	38
4.2 Porters «Five forces».....	38
4.2.1 Trusselen fra nyetableringer.....	39
4.2.2 Trusselen fra substitutter	39
4.2.3 Leverandørenes forhandlingsstyrke	40
4.2.4 Konsumentenes/kundenes forhandlingsstyrke	40
4.2.5 Konkurransen i sjømatnæringen	41
4.3 SWOT- analyse	43
4.3.1 Styrker	44
4.3.2 Svakheter	44
4.3.3 Muligheter	45
4.3.4 Trusler	46
4.4 Oppsummering av strategi.....	47
5. Historiske og omgrupperte regnskapsdata	48
Identifisering av målefeil.....	53
5.2 Resultater fra omgruppering.....	56
6. Reinvestering.....	59
6.1 Kapitalutgifter – Capital Expenditure	59
6.2 Arbeidskapital	61
6.3 Oppsummering av reinvesteringer	62

7. Avkastningskrav beregnet for CAPM og WACC	63
7.1 WACC	63
7.2 The Capital Asset Pricing Model (CAPM) – Kapitalverdimodellen	64
7.3 Risikofri rente og markedets risikopremie	65
7.4 Beta.....	66
7.5 Kritikk til kapitalverdimodellen	69
7.6 Oppsummering av CAPM.....	70
7.7 Egenkapitalkostnad	70
7.8 Gjeldskostnad	71
7.9 WACC-beregning.....	72
8. Vekst.....	73
8.1 Historisk vekst.....	74
8.2 Fundamental vekst.....	75
9. Verdsettelse	78
9.1 Verdsettelsesmyter	79
9.2 Verdsettelse i Norge vs. USA.....	81
9.3 Dividend Discount Models (DDM).....	83
9.3.1 Gordons vekstformel beregning.....	87
9.3.2 2 steg dividendemodell.....	88
9.3.3 3 steg dividendemodell.....	91
9.4 Free Cash Flow to Equity	93
9.4.1 Konstant vekst	95
9.4.2 2 stegs FCFE modell	96
9.4.3 3 stegs FCFE modell	98
9.5 DDM vs FCFE	103
9.6 FCFF – Free Cash Flow to the Firm	104
9.6.1 Stable Growth Model FCFF	105
9.6.2 To-stegs FCFF modell.....	106
9.6.3 Tre-stegs FCFF modell.....	108
9.7 Oppsummering av verdsettelsen	111
10. Oppsummering og konklusjon	114

11. Kildehenvisninger	115
11.1 Bøger	115
11.2 Rapporter	117
11.3 Foredrag.....	118
11.4 Nettressurser.....	118
11.5 Journaler	120
11.6 Aviser	121

0. Oversikter

0.1 Bildeoversikt

Bilde nr.	Navn:	Side nr.
1	Oppdrettsanlegg i solnedgang	6
2	Laksens livssyklus 1	7
3	Laksens livssyklus 2	7
4	Laksens livssyklus 3	8
5	Laksens livssyklus 4	8
6	Laksens livssyklus 5	8
7	Laksens livssyklus 6	8
8	Makrellstim	9
9	Austevoll Seafoods verdikjede	14
10	<i>Forside og meny Excelmodell</i>	20

0.2 Tabelloversikt

Tabell nr.	Navn:	Side nr.
1	Laksepriser 2014	10
2	Norsk eksport av fisk	11
3	Casedesign	17
4	Konsumvarer	41
5	SWOT	44
6	Netto utbetalt utbytte	49
7	Annet fullstendig resultat	49
8	Endring i egenkapitalen	50
9	Fullstendig nettoresultat	50
10	Unormale poster og dirty surplus	51

11	Driftsskattesats	51
12	Unormal driftsskattesats	52
13	<i>Fordeling av skattekostnad</i>	52
14	Justering av omgruppert regnskap	53
15	Justering av omgruppert balanse	53
16	Omgruppert og justert resultatregnskap	56
17	<i>Omgruppert totalbalanse</i>	56
18	<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>	56
19	<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>	57
20	Finansiell anleggsmidler	57
21	<i>Finansielle omløpsmidler</i>	57
22	<i>Langsiktig driftsrelatert gjeld</i>	57
23	<i>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</i>	57
24	<i>Langsiktig finansiell gjeld</i>	57
25	<i>Kortsiktig finansiell gjeld</i>	57
26	<i>Omgruppert sysselsatt kapital</i>	58
27	<i>Omgruppert netto driftskapital</i>	58
28	<i>CapEx 1</i>	60
29	<i>CapEx 2</i>	60
30	<i>CapEx 3</i>	61
31	<i>CapEx for oppgaven</i>	61
32	<i>Arbeidskapital</i>	62
33	<i>Betaregresjon</i>	68
34	<i>Betaverdier</i>	69
35	<i>Historisk vekst</i>	75
36	<i>ROC</i>	76
37	<i>Reinvestering</i>	76
38	<i>Forventet vekst i EBIT</i>	76
39	<i>ROIC</i>	76
40	<i>Dividendeutbetalinger</i>	85
41	<i>Forventet utbytte</i>	86
42	<i>Utdrag 3 steg dividendemodell</i>	92

43	<i>FCFE</i>	94
44	<i>Utdrag 3 stegs FCFE modell 1</i>	99
45	<i>Utdrag 3 stegs FCFE modell 2</i>	100
46	<i>Utdrag 3 stegs FCFE modell 3</i>	100
47	<i>Justert 3 stegs FCFE modell</i>	102
48	<i>Oppsummering DDM vs FCFE</i>	103
49	<i>FCFF</i>	105
50	<i>Reinvesteringsraten</i>	109
51	<i>Utdrag 3 steg FCFF modell 1</i>	109
52	<i>Utdrag 3 steg FCFF modell 2</i>	110
53	<i>Utdrag 3 steg FCFF modell 3</i>	110
54	<i>Utdrag 3 steg FCFF modell 4</i>	110
55	<i>Oppsummering verdier</i>	113

0.3 Figuroversikt

Figur nr.	Navn:	Side nr.
1	Porters five forces	38
2	FCFE	93

0.4 Formeloversikt

Formel nr.	Navn:	Side nr.
1	Endringer i egenkapitalen	49
2	WACC	63
3	<i>Kapitalverdimodellen CAPM</i>	64
4	<i>Beta</i>	67
5	<i>Egenkapitalkostnad</i>	70
6	<i>Gjeldskostnad</i>	72

7	<i>Aritmetisk gjennomsnitt</i>	74
8	<i>Geometrisk gjennomsnitt</i>	74
9	<i>Gordons vekstformel</i>	83
10	<i>2 steg dividendemodell</i>	88
11	<i>DPS</i>	89
12	<i>Forventet vekst</i>	89
13	<i>Utbetalingsrate</i>	90
14	<i>ROE</i>	90
15	<i>3 steg modell</i>	90
16	<i>FCFE</i>	94
17	<i>Konstant vekst FCFE</i>	95
18	<i>2 steg FCFE modell</i>	96
19	<i>Egenkapitalens reinvesteringsrate</i>	96
20	<i>Noncash ROE</i>	96
21	<i>Vekst i FCFE</i>	97
22	<i>3 stegs FCFE modell</i>	98
23	<i>Stable Growth Firm</i>	105
24	<i>FCFF to-steg første ledd</i>	106
25	<i>FCFF to-stegs andre ledd</i>	107
26	<i>verdi per aksje</i>	108
27	<i>Roc</i>	108
28	<i>Kapitalens omløpshastighet</i>	108
29	<i>Formel nr.29 Reinvestment rate</i>	108

0.5 Grafoversikt

Graf nr.	Navn:	Side nr.
1	Dividendeutbetalinger	85

1. Motivasjon og valg av tema

Vi har valgt å gjøre en verdsettelse og strategisk analyse av Austevoll Seafood. Bakgrunnen for valg av tema er at vi føler at verdsettelse og strategisk analyse inkluderer store deler av pensum på masternivå i økonomiske fag, og at vi får brukt kunnskap vi har tilegnet oss fra flere emner i løpet av studietiden. Det ferdige resultatet av denne masteroppgaven reflekterer derfor noe av den bredden siviløkonomistudentene med spesialisering innen finansiering og investering bør ha etter endt studium. Kunnskapen vi ønsker å tilegne oss i denne oppgaven er praktisk kunnskap som flere bedrifter etterspør og som vi senere kan ta med oss inn i arbeidslivet.

Valget av Austevoll Seafood som caseenhet har flere årsaker. Masteroppgaven er en naturlig fortsettelse av et prosjekt i faget EK342E Verdsettelse og lønnsomhetsanalyse som var en verdsettelse av Marine Harvest. Der vi lærte mye om sjømatnæringen. Vi har heller ikke kunnet finne andre skrevne oppgaver som verdsetter eller ser på det strategiske aspektet ved Austevoll Seafood. Vi ser på denne oppgaven som utmerket mulighet til å tilegne seg mer kunnskap om både verdsettelse som disiplin, om fiskenæringen og spesielt denne bedriften. Vår problemstilling blir altså:

”Hvilken verdi har én aksje, og hvordan påvirker det strategiske miljøet prisen på Austevoll Seafood?”

Vi vil ikke ha noen kontakt med caseenheten direkte, dermed vil vi kun basere oppgaven på offentlig informasjon. Vi begrenser oppgaven til de modeller vi legger frem i teori og metodekapitlene, og innser at det finnes flere måter å gjøre en verdivurdering på.

1.1 Aktualisering

I slutten av 2014 og starten av 2015 har prisen på olje sunket til et nivå som kan sammenliknes med den prisen vi hadde under finanskrisen 2008. Nedgangen i oljeprisen samt et rentekutt har vært nøkkelfaktorer til at den norske kronen har svekket seg mot de fleste valutaer vi aktivt handler med. Den svake kronen har ført til at import av varer fra de store valutanasjonene har blitt dyrere. Men en svak kronekurs har også en positiv innvirkning på eksportbedrifter. Spesielt fiskenæringen har merket større etterspørsel etter sine varer. Etterspørselen etter norsk fisk var i starten av desember 2014 gått opp med ti prosent fra måneden før. Denne oppgangen i etterspørselen førte da til unormalt høye fiskepriser. I følge en analytiker i Nordea Markets vil sjømatnæringen fortsette å styrke seg i tiden som kommer. (Olsen og Bakken 2015)

Eksporten av pelagisk fisk tilsvarte 7,5 milliarder kroner i 2014, som er en økning på ni prosent fra 2013, (Sjømatrådet 2015). Norge har aldri eksportert så store mengder fisk som i 2014, og det er flere land som nå får norsk laks. I følge en pressemelding fra regjeringen i starten av 2015 spiser hver femte person i verden norsk laks. Totalt ble det eksportert sjømat for 68,8 milliarder kroner. Som er en økning på 12 prosent fra 2013. (Fiskeridepartementet 2015)

I 2014 var Polen det landet Norge eksporterte mest fisk til, med en eksportinntekt på 6,4 milliarder kroner var det en økning på syv prosent fra 2013. På listen over land vi har eksportert store mengder fisk til finner vi videre Frankrike, Danmark, Storbritannia, Russland, Kina, Sverige, Japan, Nederland og Tyskland, (Fiskeridepartementet 2015). Kina og Russland er store nasjoner som vi har hatt noe vanskelige forhold til. I 2010 ble Nobels fredspris tildelt Liu Xiaobo, noe Kina likte svært dårlig. Denne spenningen mellom Norge og Kina har ført til dårligere kommunikasjon og flere tapte forretningsmuligheter ifølge Bjørnar Sverdrup-Thygeson, Kina-forsker ved Norsk utenrikspolitisk institutt og sjefsøkonom i DNB Markets Øystein Dørum (Aftenposten 2015). 10 september 2014 ble nye restriksjoner i lakseimport innført av Kina, noe som førte til at markedet ble vanskeligere å operere i for norske eksportører. Norsk laks med hode ble nødt til å dokumentere at den kom fra et område som er fritt for et virus som er ganske normalt i nordiske områder. Det er ifølge Aftenposten grunn til å tro at laks og annen fisk fortsatt kommer frem til Kina etter å ha vært innom andre land. (Hellstrøm 2014)

I 2014 eksporterte Norge fisk og annen sjømat til Russland for 3,4 milliarder kroner. Det er en nedgang på 55%, i et marked som utgjorde 11 prosent av den totale eksporten fra næringen (Grande 2015). Bakgrunnen til nedgangen er at det under og etter Russlands invasjon av Krimhalvøya ble innført sanksjoner mot Russlands mektigste bedrifter og personer. Som et svar på vestens sanksjoner ble det derfor vedtatt en handlingsnekt på frukt, grønnsaker, kjøtt, fisk og melkeprodukter fra Norge, USA, EU, Australia og Canada. Dette har ført til at næringen har utviklet og tatt andeler i andre markeder (NRK 2014).

1.2 Oppgavens oppbygning

Vårt mål er å kunne fortelle om verdien til Austevoll Seafood er riktig eller feil priset. Vi skal derfor starte med å se på sjømatnæringen, slik at vi kan plassere Austevoll Seafood i riktig økonomisk og samfunnsøkonomisk kontekst. Denne næringsanalysen skal gi grunnlaget for en PESTEL- analyse i kapittel 4, og skal vise mulighetene og truslene i SWOT-analysen i samme kapittel. Etter næringsanalysen skal vi vise metodene som skal brukes igjennom oppgaven, og samtidig forklare hvorfor vi har valgt disse metodene. Metodekapittelet skal være guiden til å forstå resten av oppgaven. Vi skal derfra gjøre en strategisk vurdering av Austevoll Seafood. Metodene vi skal bruke er PESTEL, Porters «Five Forces» og SWOT. Poenget med disse analysene er å forstå hvordan de underliggende økonomiske forutsetningene for sjømatnæringen generelt og spesielt for Austevoll Seafood. Poenget med analysene er å finne en rød tråd vi kan bruke i verdsettelsen til å forklare vekst, marginer og konkurransekraft.

Verdsettelsen starter med en omgruppering av regnskapet i forhold til en endring i regnskapsstandard fra norsk regnskapsstandard, NGAAP som står for *Norwegian Generally Accepted Accounting Principles* til den internasjonale regnskapsstandard *International Financial Reporting Standards* (heretter IFRS) som Austevoll Seafood innførte i 2014. Derfra tar vi for oss kapitalkostnadene og arbeidskapitalberegninger, som et resultat av disse beregningene skal har vi beregnet reinvesteringsraten til Austevoll Seafood som da er, sammen med kapitalkostnader og arbeidskapitalen, viktig i forhold til verdsettelsen i kapittel 9.

Vi har videre diskutert avkastningskrav og hvorfor et vektet gjennomsnittlige kapitalkostnader (heretter WACC) kan brukes til nettopp dette. I løpet av dette kapitlet diskuterer og regner vi beta, markedets risikopremie og kapitalverdimodellen. Ut i fra disse beregningene og drøftingene setter vi opp en WACC som vi bruker i modellene i kapittel 9. Ut i fra regnskap, balanse og nøkkeltall skal vi regne historisk og fundamental vekst. I denne delen skal vi reflektere over hvordan vekst som har vært med tanke på historiske svingninger i økonomien, i bransjen og hvordan vi kan se dette på tallene for Austevoll Seafood. Vekstfaktorene vi kommer frem til er veldig viktige komponenter i FCFE og FCFE modellene for verdsettelse som vi har brukt i kapittel 9.

Vi skal videre vise og forklare hvordan vi regnet ut de frie kontantstrømmene for bedriftene, Free Cash Flow for Firm (FCFF) og de frie kontantstrømmene til egenkapitalen, Free Cash Flow to Equity FCFE. Dette er viktig da vi har gjort noen forutsetninger i forhold til ulike norske og amerikanske metoder for verdsettelse, og vi skal diskutere forskjellen mellom en amerikansk og norsk verdsettelse. Vi skal så vise selve verdsettelse av Austevoll Seafood i forhold til ulike metoder innen FCFE og FCFE. Forskjellene vi skal se på ligger i den forventede perioden med høy vekst, og hvor mange perioder med slik vekst vi kan forvente før går over til stabil vekst.

Som en avslutning drøfter vi verdsettelse som disiplin, begrensninger vi har hatt ved å bruke kun offentlig informasjon og hvordan vi tror vi har truffet med analysene våre.

2. Bransjebeskrivelse

2.1 Norsk Havbrukshistorie

Oppdrett av fisk i Norge er en relativt ung næring historisk sett. Det begynte med at man foret opp regnbueørret som man importerte fra Danmark sent på 50-tallet. På den tiden ble det ansett som uvanlig at noen hadde havbruk som sin primære inntektskilde, da de fleste drev med havbruk ved siden av annet arbeid. På 60-tallet erfarte man at regnbueørreten gradvis kunne tilvennes sjøvann og foret fisken med rekeskall for å få frem den røde fargen. Det ble etter hvert på 60-tallet opprettet en avlsstasjon for regnbueørret i regi av Norges landbrukshøgskole samt et avlsprogram for norsk laks.

Lakseeventyret for Norge starter i 1970 da to brødre på Hitra setter ut 20 000 laksesmolt i det som blir regnet som verdens første merdebaserte lakseanlegg. Allerede det første året tjener brødrene penger og prisen på laks ligger mellom 80 og 90 kroner kiloen. Utover 70-tallet opplever næringen en enorm tilvekst med produksjonsvekst i enkelte år på hele 40 prosent. Imidlertid får næringen problemer med lav omsetning etter den raske økningen på tilbudssiden. Næringen går etter hvert sammen om fryse ned noe av fisken istedenfor å underby hverandre. På slutten av 70-tallet blir det for første gang produsert mer laks enn regnbueørret og tilveksten i næringen er så sterk at det blir innført en midlertidig stopp for konsesjoner.

Den sterke veksten i næringen fortsetter utover 80-tallet og etter flere runder med utdelinger av konsesjoner er næringen representert langs hele kysten. Dessverre opplever næringen store utfordringer med sykdom i merdene, både lakselus og ILA-sykdom er blitt et så stort problem at det satses stort på forskning og opplysningsarbeid for å nedkjempe sykdommene. Næringen opplever for øvrig også utfordringer med sykdom i merdene også i dag.

Eksporsten opplever også sterk vekst fra midten av 80-tallet, spesielt til Asia og Japan fordi laks og ørret kommer seg inn på det viktige sushimarkedet. Imidlertid har produksjonsveksten ført til nedgang i lakseprisene.

I 1990 og utover når produksjonen 170 000 tonn, og i alt er det over 1200 anlegg med tillatelse for oppdrett av laks eller ørret. Det er også vekst innen oppdrett for andre arter som torsk og kveite. Eksporten av spesielt laks og ørret er fortsatt i stor vekst, men i 1991 blir Norge anklaget for å dumpe lakseprisene av USA som innfører straffetoll på 26 prosent på norsk laks. Eksporten til USA faller dramatisk, og denne ordningen ble avvikles så sent som i 2012.

Utover 2000-tallet og frem til i dag har havbruksnæringen hatt mange oppturer. Blant annet er sushi en voksende trend både i Norge og på verdensbasis, noe som øker etterspørselen etter norsk sjømat. I 2013 står Norge for om lag 60 prosent av den totale verdensproduksjonen av atlantisk laks og samme året eksporterte vi sjømat for over 60 milliarder kroner. Av dette sto eksporten av laks og ørret for nærmere 70 prosent. I dag er Norges produksjon av oppdrettsfisk i overkant av 1,2 millioner tonn. (“Laksefakta” 2015)



Bilde nr.1 Oppdrettsanlegg i solnedgang (F. Ditlesen)

2.2 Laks

Laksefamilien består av 11 slekter og 66 arter, selv om det er knyttet usikkerhet rundt artsavgrensningen. Den vanligste lakseslekten i Norge kalles *Salmo*, som er representert med blant annet arten Atlantisk laks, den laksearten Norge eksporterer mest av. Flere av artene innen *salmo*-slekten har sin eksistens både som oppdrett,- og villaks.

Laksen blir født i ferskvann og vandrer etter hvert til saltvann på næringsøk. Ved kjønnsmoden alder returnerer laksen for gyting og reproduksjon. Det at laksen både lever i fersk,- og saltvann gjør at den kalles for en anadrom fiskeart, (Vøllestad 2015).

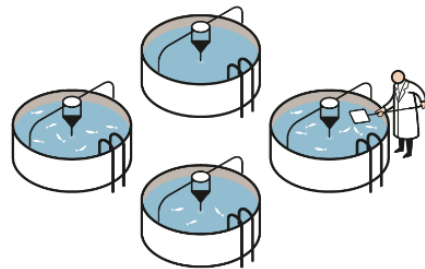
Ifølge statistisk sentralbyrå sto oppdrettslaks for over 93 prosent av totalt antall tonn produsert oppdrettsfisk. Regnbueørret sto for litt i overkant av 5 prosent, (SSB 2015).

Oppdrettslaksens livssyklus kan beskrives ved følgende seks illustrasjoner:

1



2

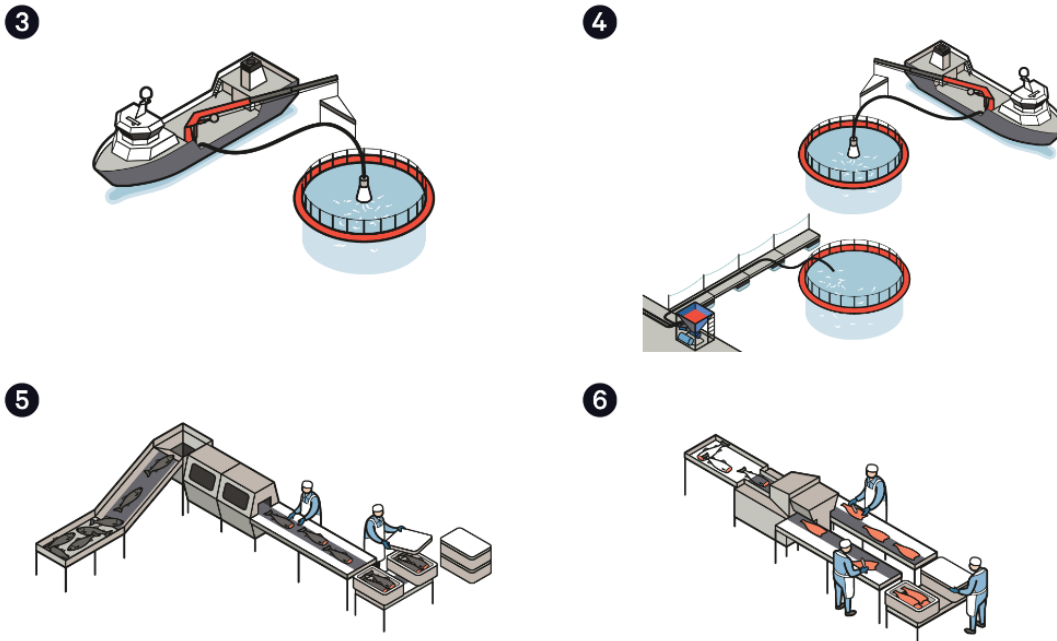


Bilder nr. 2 og 3 Laksens livssyklus 1 og 2 ("Laksens Livssyklus" 2015)

Det første steget er rognen som blir utviklet i inkubasjonstanker med ferskvann. Rognen eller eggene blir etter hvert klekt til små fisk som har en plommesekk som gir næring den første levetiden. Fisken (kalles yngel og parr) overføres deretter til større ferskvannstanker hvor de bli foret, vaksinert og etter hvert tilpasset et liv i sjøen.

Fisken er nå blitt såpass gammel at den kalles for smolt og gjennomgår en endring fysiologisk som gjør at den kan leve i saltvann. Fisken transporteres med båt til laksemerder på havet og tilvenner seg et liv i saltvann. Etter tilvenningsprosessen blir fisken til laks og opparbeider seg

en ideell slaktevekt. Fisken slaktes som regel i fabrikker på land hvor den deretter bli pakket og sendt ut til kundene både som ferskvare og fryst vare.



Bilder nr. 4 – 7 Laksens livssyklus (“Laksens Livssyklus” 2015)

2.3 Pelagisk fisk

Pelagisk fisk lever i den pelagiske sonen av havet eller en innsjø. Den pelagiske sonen er de delene av havet som ikke er nær kystlinja eller havbunnen. Flere typer av den pelagiske fiskearten lever i stim og livnærer seg på dyreplankton. Størst utbredelse har fiskeartene i dype, solbelyste farvann og eksempler på ulike pelagiske fiskearter er sardiner, sild, makrell og ansjos. Pelagisk fisk av relativ liten naturlig størrelse er populært brukt til å lage fiskefor og fiskemel av. Det finnes også større typer pelagisk fisk som tunfisk og sverdfisk. (US Department of Commerce 2015)(“Pelagic Fish - Wikipedia, the Free Encyclopedia” 2015)



Bilde nr. 8 Makrellstim

2.4 Bransje og virksomhet

Norge er i dag den nest største sjømateksportøren i verden etter Kina, og EU er vårt viktigste eksportmarked. Norsk laks har blitt en merkevare, ikke bare i Europa, men i hele verden.

Det kan pekes på fire naturlige årsaker til at norsk sjømat har hatt stor vekst i produksjon og eksport helt siden 70-tallet:

Norge har et kaldt klima med lang kyst.

Lange tradisjoner med fiske og fiskeoppdrett.

Godt regulert og forsvarlig fiskeripolitisk forvaltning.

Nasjonale og internasjonale markedsføringskampanjer.

Den totale eksportverdien av fisk for 2014 beløp seg til 68,8 milliarder (ureviderte tall), noe som er 11,8 prosent mer enn året før (2013). En stor medvirkende årsak til dette var salget av hel oppdrettslaks som sto for over halvparten av den totale eksportverdien. En viktig årsak til at det ble et så godt år for eksporten av fisk totalt sett var den ekstremt gode gjennomsnittsprisen på oppdrettslaks. Den ukentlige gjennomsnittsprisen var aldri under 31 kroner kiloet og snittet for hele året ble over 40 kroner per kilo. Gjennomsnittsprisen på laks året før (2013) var rett i underkant av 40 kroner, noe som også er svært godt og i 2012 var gjennomsnittsprisen 28 kroner, (FishPool).

År	Uke	NOK pr. kg	-----	-----	-----	-----
2014	1	51,5	19	40,96	37	32
2014	2	49,02	20	39,25	38	31,39
2014	3	49,17	21	38,84	39	33,2
2014	4	50,09	22	38,36	40	33,45
2014	5	47,15	23	36,99	41	32,02
2014	6	45,3	24	36,24	42	32,27
2014	7	49,14	25	35,35	43	34,84
2014	8	48,96	26	32,31	44	35,63
2014	9	46,4	27	36,56	45	36,53
2014	10	43,66	28	40,63	46	38,75
2014	11	43,82	29	41,83	47	41,13
2014	12	43,58	30	41,1	48	43,55
2014	13	43,72	31	35,96	49	46,57
2014	14	43,43	32	35,37	50	47,86
2014	15	44,25	33	32,44	51	41,41
2014	16	47,91	34	32,11	52	43,8
2014	17	46,52	35	32,05	53	44,34
2014	18	44,5	36	33,56		
				Gjennomsnitt		40,5

Tabell nr. 1 Laksepriser 2014 (Fishpool)

Norges viktigste eksportmarkeder for fisk er land i Europa. Land som Frankrike, Polen og Storbritannia eksporteres det mye fisk til, samt våre naboland Danmark og Sverige. I tillegg er det en økning i eksporten til USA og enkelte land i Asia.

Norsk eksport av fisk totalt per marked
Menge i tonn, verdi i 1000 NOK

	Desember 2014 Ureviderte tall			Januar - desember 2014 Ureviderte tall			Januar - desember 2013 Foreløpige tall		
	Mengde	Verdi	Pris pr.kg	Mengde	Verdi	Pris pr.kg	Mengde	Verdi	Pris pr.kg
TOTALT	194.991	6.391.711	32,78	2.677.537	68.845.396	25,71	2.473.769	61.587.205	24,90
EU27	118.010	4.163.292	35,28	1.584.825	42.534.089	26,84	1.386.713	36.674.720	26,45
Polen	18.254	698.385	38,26	189.578	6.392.585	33,72	177.320	5.700.530	32,15
Frankrike	14.574	632.980	43,43	140.824	5.702.274	40,49	149.972	5.893.782	39,30
Danmark	11.729	393.930	33,59	360.060	5.038.666	13,99	260.690	4.408.727	16,91
Storbritannia	11.038	440.161	39,88	130.159	4.025.685	30,93	106.455	2.832.766	26,61
Russland	.	.	.	133.035	3.367.332	25,31	295.339	6.534.110	22,12
Kina	11.256	258.259	22,94	194.706	3.177.520	16,32	163.346	2.482.217	15,20
Sverige	6.270	247.565	39,48	76.301	3.164.892	41,48	69.975	2.668.725	38,14
Japan	8.579	281.668	32,83	125.065	2.996.045	23,96	103.337	2.514.593	24,33
Nederland	8.886	268.675	30,24	132.081	2.916.689	22,08	95.568	2.208.263	23,11
Tyskland	10.731	282.086	26,29	90.614	2.524.290	27,86	81.349	2.234.221	27,46
Spania	6.857	253.702	37,00	68.425	2.516.185	36,77	57.144	2.007.908	35,14
U S A	5.439	285.202	52,44	47.779	2.497.220	52,27	39.815	1.737.998	43,65
Portugal	3.487	142.995	41,01	70.786	2.476.276	34,98	61.628	1.915.789	31,09
Italia	4.820	239.390	49,67	44.526	2.031.425	45,62	38.353	1.762.302	45,95
Litauen	9.176	197.328	21,50	98.492	1.970.959	20,01	100.175	1.640.082	16,37
Finland	2.841	125.986	44,34	59.538	1.386.718	23,29	57.245	1.329.797	23,23
Brasil	3.241	145.622	44,93	27.944	1.062.074	38,01	26.485	863.786	32,61
Sør-Korea	4.010	105.830	26,39	46.480	1.029.695	22,15	25.306	636.391	25,15
Hviterussland	6.347	134.042	21,12	36.321	974.820	26,84	21.160	609.099	28,78
Hong Kong	2.200	100.644	45,74	22.010	936.799	42,56	17.246	739.818	42,90
Nigeria	7.452	94.641	12,70	66.765	924.373	13,85	18.053	369.097	20,45

Tabell nr.2 Norsk eksport av fisk (Norges Sjømatråd AS)

I tabellen ovenfor er det markert ut den totale verdien av eksportert fisk i 2014 og 2013 med svart, merk at tall for 2014 er foreløpig urevidert. I den røde uthevingen er E27 som er den totale eksporten til de 27 landene som er med i EU, samt de største markedene Norge eksporterer fisk til; Danmark, Frankrike og Polen. Den blå uthevingen er for å poengtere hva som har skjedd med eksporten av fisk til Russland etter at det ble innført full stans av import

av sjømat fra Norge grunnet utenrikspolitiske uenigheter mellom Norge og Russland i 2014. Vi ser av tabellen at eksporten er ca. halvert fra 6,5 milliarder til 3,3 milliarder. Det er et stort marked som forsvinner og vårt utgangspunkt er at dette er negativt for fiskeri og – oppdrettsbransjen også på lang sikt. Det positive er at salg av fisk og laks er i et globalt marked. Det betyr i praksis at Norge kan eksportere fisk til land som igjen reeksporterer fisken til Russland.

Bjørn Erik Stabell i Norges Sjømatråd AS sier følgende til Aftenposten om utviklingen og veien videre:

«For å erstatte etterspørselen fra Russland, skal sjømatrådet gi mer gass i markedsføringen i høst. Der blir TV-kampanjer for laks i Italia, Spania, Polen, Norge og Frankrike. Kampanjen i Frankrike blir en av de største noensinne. Sjømatrådet øker budsjettet for markedsføringen av laks med 40 millioner kroner, og regner med å bruke godt over 100 millioner kroner i høst på å markedsføre laksen. Det er litt tidlig å konkludere når det gjelder virkningen av den russiske boikotten, men tallene hittil virker lovende.» (Aftenposten)

2.5 Austevoll Seafood ASA

Austevoll Seafood ASA (AUSS) ble stiftet i 1981 av brødrene Helge og Ole Rasmus Møgster sammen med faren Alf Møgster. Tiåret senere begynte selskapet å ekspandere innen pelagisk fiske i Norge samtidig som de utvidet sine operasjoner til Chile. (AUSS 2015)

I dag beskriver Austevoll Seafood seg som en globalt integrert spesialist innen fiskeri og sjømat. Konsernet har gjennom tilknyttede selskaper og datterselskaper fiskefartøy med lisensierte kvoter i tre av verdens viktigste fiskeriland; Peru, Chile og Norge.

Videre beskriver konsernet at man er forpliktet til å levere kvalitetsprodukter til kundene gjennom ansvarlig og bærekraftig fiske, samt en sofistikert fangstteknologi. (Ibid.)

I løpet av det siste tiåret har Austevoll Seafood kjøpt seg opp i et betydelig antall bedrifter som har til hensikt å komplementere eksisterende forretningsområder.

Konsernet ønsker å skape synergieffekter av et bredt samarbeid på tvers av de ulike forretningsområdene. (Ibid.)

Konsernet har flere virksomhetsområder de er delaktige i gjennom del- og heleide selskaper. I 2013 har Austevoll Seafood ASA delt inn sine aktiviteter i følgende virksomhetsområder:

- Fiskemel og –olje
- Konsumprodukter
- Pelagisk Nordlige Atlanterhavet
- Atlantisk laks og ørret

2.5.1 Fiskemel og -olje

Austevoll Seafood har et datterselskap ved navn Welcon Invest AS. Det er i all hovedsak under Welcon og tilknyttede selskaper av datterselskapet at produksjonen av fiskemel og fiskeolje skjer. Produksjonen foregår primært i Chile og Peru, men det finnes også fabrikker i Storbritannia og i Norge. I Chile rår konsernet over 2 fabrikker hvor den ene er igjennom et samarbeid med Alimar.

Konsernet hadde hele 7 fabrikker i Peru spredt utover landet, to av fabrikkene er besluttet å legges ned i 2014, mens én er allerede solgt. Det betyr at per dags dato har konsernet 4 fabrikker gående i Peru. Austevoll har i tillegg til sine fabrikker i Sør-Amerika også 6 fabrikker i Europa, henholdsvis 3 i Storbritannia og en i Bodø, Karmøy og Måløy. (Ibid)

Råstoffene som går med til å lage fiskemelet og fiskeoljen er i hovedsak anchoveta som er en art i ansjosfamilien, samt avskjær fra den pelagiske produksjonen. Anchovetaen kommer stort sett fra egen flåte, i tillegg kjøper konsernet inn råstoff fra andre aktører.

Annet råstoff som går inn i produksjonen av fiskemel og fiskeolje er sild, øyepål, tobis, lodde og kolmule. I tillegg så eier datterselskapet Welcon Invest AS 50 % av aksjene Hordafør AS som er spesialister på innhenting av råstoff fra laks og pelagisk fisk til produksjon av blant annet fiskeolje, (Ibid).

2.5.2 Konsumprodukter

Austevoll har også virksomhet innen produksjon til direkte konsum. Denne virksomheten styres av datterselskapene FoodCorp i Chile og Austral Group i Peru. Produktene som lages til dette markedet er i hovedsak hermetikk av laks, tunfisk, makrell, sardiner og hestemakrell. Konsernet har totalt 4 hermetikkfabrikker i Peru og Chile, henholdsvis 2 i hvert land, (Ibid).

2.5.3 Pelagisk Nordlige Atlanterhavet

Austevoll Seafood kjøpte de resterende aksjene i Norway Pelagic AS i løpet av 2013 og ble 100 % eier av selskapet. Konsernet hadde en eierandel på 43,3 % fra før av. Norway Pelagic har ni industrianlegg langs norskekysten hvor man mottar, behandler og fryser pelagisk fisk. Fisken som industrianleggene mottar fiskes av Norway Pelagics egen flåte, (Ibid).

2.5.4 Atlantisk laks og ørret

For segmentet innen atlantisk laks og ørret er det datterselskapet Lerøy Seafood Group ASA som har hele operasjonen. Dette innebærer produksjonen, salget og distribusjonen.

Austevoll Seafood skriver dette i sin årsrapport for 2013:

«Virksomhetsområdet solgte i tråd med sin markeds- strategi i 2013 et bredt spekter av sjømatprodukter til et betydelig antall land, de største markedene var Frankrike, Norge og Asia.» (Austevoll Seafood Årsrapport 2013)

I årsrapporten for 2013 beskriver Austevoll Seafood ASA verdikjeden med følgende illustrasjon nedenfor.



Bilde nr.9 Austevoll Seafoods verdikjede (Austevoll Seafood ASA årsrapport 2013)

2.5.5 Lerøy Seafood Group

Austevoll Seafood ASA har eierandeler i flere selskaper innen sjømat, oppdrett og andre med naturlig tilknytning til Austevolls aktiviteter. Blant annet har konsernet en større eierandel i Lerøy Seafood Group som også er børsnotert. I og med at dette er en stor eierpost samt størrelsen på Lerøy, anser vi det som viktig å kort presentere Lerøy Seafood Group.

Historie

På slutten av 1800-tallet startet fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen med salg av levende fisk på fisketorget i Bergen. Fiskesalget utviklet seg etter hvert til å bli en lysende eksportbedrift med detaljutsalg i Bergen. Etter hvert dannet 2 av Lerøens ansatte Hallvard Lerøy AS som i dag er Lerøy Seafood Groups største salgsaktør. I Lerøy sin årsrapport understreker man at Hallvard Lerøy AS har vært en pionerbedrift innenfor en rekke områder i norsk fiskerinæring og at hovedfokus hele tiden har vært utvikling av markeder for sjømat, (Lerøy Seafood Group 2013).

Konsernet var et tradisjonelt familieselskap frem til 1997 da det for første gang ble gjennomført en rettet emisjon. Konsernet ble børsnotert noen år senere og har siden 1999 investert betydelig midler i flere nasjonale og internasjonale virksomheter. Konsernet er i dag et helintegrert sjømatkonsern, (Ibid.).

Konsernet i dag

Lerøy Seafood Group er i dag en av Norges ledende sjømateksportører og verdens nest største produsent av atlantisk laks. Selskapet har mer enn 2000 ansatte og eksporterte 200 000 tonn sjømat i 2011. Konsernet har salgskontorer rundt om i hele verden og har 14 videreforedlingsanlegg rundt om i Europa. En vesentlig del av Lerøys strategi er å ha kontroll over hele verdikjeden fra fiskeegg til ferdig produkt.

Kjernevirksomhetene i konsernet er produktutvikling, produksjon av laks, ørret og andre arter, videreforedling av sjømat samt distribusjon, salg og markedsføring av sjømat, (Lerøy Seafood Group 2015).

3. Forskningsdesign og metode

Vi skal i dette kapittelet forklare hvordan vi har utført denne oppgaven og hvilke metoder vi har brukt. Vi skal også forklare hvilket forskningsdesign vi har brukt og hvorfor vi har brukt denne. Vi skal bruke dette kapittelet til å forklare hvordan vi har jobbet og hvilke forutsetninger vi har brukt. Kapittelet kan altså bli sett på som en guide til hvordan man skal lese resten av kapitlene.

3.1 Forskningsdesign

Forskningsdesign eller design dreier seg om formgivning, altså hvordan noe skal se ut. Design er et ord som dukker opp i mange sammenhenger og prøver å forklare hvorfor noe ser ut som det gjør. I forskning og undersøkelser dreier det seg om hvordan oppgaven skal gjennomføres fra start til mål basert på en problemstilling, og her er tidsaspektet veldig viktig. Vi har valgt å gjøre et øyeblikksbilde av én enhet, men for andre så kan tidsaspektet vare over flere år eller for mange enheter. Tidsaspektet må tilpasses problemstillingen.

Vi har valgt å gjøre denne oppgaven som en beskrivende (deskriptiv) case studie. Et casestudie studerer et enkelt fenomen eller et enkelt tilfelle av noe. Det som kjennetegner designet er at forskerne innhenter store mengder med detaljerte og omfattende data innenfor et gitt tidsrom. I vårt tilfelle varierer dette tidsrommet fra fem til seks år, fordi vi har noe manglende data for 2009. Det benyttes flere datakilder, men alle datakildene belyser den samme enheten. For vår del har vi innhentet regnskapsinformasjon flere steder i tillegg til å ha brukt Norges lover, aviser og andre kilder til å belyse Austevoll Seafood på best mulig måte. På denne måten har vi satt Austevoll Seafood inn i en setting, og for vår del har det blitt en historisk-økonomisk setting i tillegg til den aktuelle settingen for bransjen, (Johannessen, Christoffersen, and Tufte 2011; Blumberg, Cooper, and Schindler 2011).

Fordelene med forskningsdesignet er at forskeren kaster lys over akkurat det fenomenet, eller i vårt tilfelle bedriften, slik at leseren får en grundig helhetlig beskrivelse og kan få en årsaksforklaring av forskeren.

Styrker

Designet tillater at forskeren fordyper seg i en enhet, og dermed kunne beskrive enheten inngående. Det vil si at forskeren kan trekke deskriptive slutninger, eller ta kausale slutninger som vil si i hvor stor grad fenomenet fører til noe annet.

Svakheter

Det er vanskelig å få til å generalisere ut til en hel gruppe eller sektor ved studie av kun ett fenomen eller bedrift. Vi kan for eksempel ikke trekke samme slutninger om hele fiskenæringen etter å verdsatt Austevoll Seafood

Vi kan både bruke den kvalitative og den kvantitative delen av forskerens verktøykasse for å løse problemstillingen vår.

Tabell nr.3 Casedesign , (Wæhle and Sterri 2014).

Selve oppgaven er en blanding av flere typer studier som alle har samme mål. Som eksempel har vi tatt noen deler som tidsseriestudie, som vil si at vi har tatt for oss Austevoll Seafoods historiske data for fem og, i enkelte tilfeller, seks år. I den historiske analysen tar vi for oss alle regnskapsdata og nøkkeltall slik at vi får en forståelse for hvordan utviklingen av den økonomiske situasjonen har vært. En annen grunn til at vi ønsker å se på historiske tall er for å bedre kunne lage prognoser for fremtiden, som er avgjørende i fundamental verdsettelse. Vi redegjør for fundamental verdsettelse i kapittel 9, (Johannessen, Christoffersen, and Tuft 2011)

Som vi ser i tabell nr.3 er en svakhet med casestudier at vi ikke kan generalisere resultatene vi får av å studere Austevoll Seafood til hele oppdrettsnæringen. Det er heller ikke intensjonen vår, og vi ønsker kun å kunne forklare verdien til Austevoll Seafood.

Forskningsdesign som tema er et omfattende begrep. Teorien skiller mellom tre grunnleggende ulike typer forskningsdesign:

- Eksplorerende design
- Deskriptivt (beskrivende) design
- Kausalt design

Når problemstillingen er uklar og ikke definert på forhånd brukes forskningsdesignet eksplorerende design. Deskriptivt design benyttes når oppgavens formål er å utforske en eller flere variabler og i hvilken grad det hersker sammenhenger. Eksempel på forskning som har deskriptivt design som fundament kan være at man undersøker hvem som stemmer hva og hvorfor ved neste stortingsvalg, (Sander 2015).

Kausalt design er et design hvor hovedmålet er å avdekke årsak basert på en eller flere uavhengige eller avhengige variabler, men også virkningen mellom variablene. Eksempel på en slik forskning kan være å måle hvorvidt reklamering på tv gir innvirkninger på salget og i hvilken grad.

De forskjellige typene av forskningsdesign kan medføre at man benytter seg av enkelte metoder fremfor noen andre avhengig av hvilket forskningsdesign man benytter seg av. Det er også viktig å påpeke at rammene mellom de ulike designformene kan flyte mellom hverandre i forskningen. Det finnes gråsoner og overlappinger mellom de ulike formene og de tre typene forskning (eksplorerende, deskriptiv og kausal) må derfor ses på som en «grovere» kategorisering, (Cooper and Schindler 2008).

3.2 Datainnsamling

Vi har valgt å løse vår problemstilling uten å foreta noen intervjuer, men heller bruke data fra kvartalsrapporter, årsrapporter, selskapspresentasjoner, regnskapsdata og selskapets nettside. Vi har derfor ikke et utvalg med mennesker, heller et utvalg av rapporter. Dette fører til at vi slipper å tenke på rekruttering av informanter/enheter, men i stedet må vi se på hvilke rapporter og informasjon som er mest pålitelig og velge disse. Vi anser rapportene vi bruker til å ha høy reliabilitet fordi dette er lovpålagte rapporter fra oslobørs. Disse rapportene gir oss god historisk data for vår fundamentale vekstanalyse, samt vår historiske vekstanalyse. Disse analysene har direkte påvirkning i arbeidet mot en komplett verdsettelse av Austevoll Seafood, (Johannessen, Christoffersen, and Tufte 2011).

3.3 Dataanalyse og Excel-modeller

Vi har valgt å bruke Microsoft Excel og SPSS i analysen av innsamlet data. Vi har valgt disse programmene fordi de gir oss fordeler i forhold til oversikt, regnekapasitet og brukervennlighet. Vi bruker disse programmene til å regne ut alle de forskjellige modellene for verdsettelse vi skal se på i kapittel 9. Vi bruker de samme formlene som blir beskrevet i oppgaven, men vi skriver formlene inn i cellene i programmet slik at vi kan vise til gode tabeller i teksten. Vi velger altså å forklare tallene først i forhold til formlene beskrevet av kildene vi viser til, for å deretter anvende disse formlene i Excel.

Vi har brukt god tid på å lage disse modellene og har lagt dem alle i ett makroaktivert regneark. Dette regnearket er utformet med Visual Basic, som er et programtillegg i Microsoft Excel. Vi har brukt Visual Basic til å linke sammen resultatregnskapene, balansene og kontantstrømsanalysen slik at verdsettelsen skal være enklere å gjøre når neste kvartals – eller årsrapport kommer. Dette arbeidet har vært tidskrevende, men vi føler vi har et solid verktøy for å verdsette sjømatindustrien da mange av de samme forutsetningene vil gjelde for andre sammenlignbare selskaper.

Målet med denne modellen har vært å lage et universalt verktøy for sjømatindustrien, og det føler vi at vi har klart. Modellene våre verdsetter Austevoll Seafood på 9 ulike måter og modellen regner selv de ulike nøkkeltallene for å finne de frie kontantstrømmene, kapitalutgiftene, reinvesteringsrater, effektiv rente etc. Vi kan derfor anta at de samme forutsetningene gjelder for sammenlignbare selskaper, og verdsette på samme grunnlag. Modellen krever årsregnskapene for de siste fem årene og eventuelt siste kvartalsrapport, i tillegg til disse tallene må man laste ned siste fem års aksjekurs fra bedriften og tilsvarende kurs for børsen man ønsker å sammenligne seg med. Siste egeninnsats til modellen er at man må finne de operasjonelle og finansielle leiekontraktene bedriften har. Resten er justert i forhold til historiske regnskapsdata og et strategisk langsiktig perspektiv for sjømatsektoren.

Selve utformingen av modellen er veldig oversiktlig, og som vi skal vise på de neste sidene er alt oppsatt slik at brukerne skal få en profesjonelle analyser og gode estimater.

Nøkkeltall for verdsettelse		
Verdsettelsesdato		01.01.15
Aksjepris	kr	46,50
Ordinære utestående aksjer		202 717 374
Beta		1,1310
Industri Beta		0,6615
Risikofri rente		2,97 %
Markedets risikopremie		5,00 %
Langsiktig risikofri rente		2,97 %
Markedets risikopremie		5,00 %
Gjeldskostnader		5,09 %
Skatterente		27,00 %
MV av egenkapital	kr	9 426 357 891
Gordons vekstformel	kr	56,70
DDM 2 steg	kr	45,78
DDM 3 steg	kr	49,31
FCFE konstant vekst	kr	52,39
FCFE 2 steg	kr	46,81
FCFE 3 steg	kr	59,67
FCFF konstant vekst	kr	46,75
FCFF 2 steg	kr	52,25
FCFF 3 steg	kr	56,46

Meny	
Resultatregnskap	Historisk vekst
Balanser	Fundamental vekst
Kontantstrømmer	FCFE
Beta	FCFF
Gjeld	DDM
Leiekontrakter	Konstant formler
Anskaffelser	2 stegs formler
CapEx	3 stegs formler
WACC	
Statsobligasjoner	

Bilde nr.10 Forside og meny Excelmodell

Som vi ser på av startsidene i Excel-programmet er første side viet til outputen av analysene, som her er prisen på en aksje av bedriften ifølge de ulike modellene. Det er også en klikkmeny som ligger slik at man kan fylle inn steg for steg og ende opp med de 9 ulike verdsettelsene. Fordelen med denne modellen er at når man først har brukt tiden for å gjøre dette én gang vil det være behov for kun små endringer for å oppdatere i forhold til siste kvartals –eller årsrapport. Det er i så måte en veldig investorpreget modell som gir deg raske og gode estimater på verdien til selskapet du skal se på.

I 9 skal vi også se på myter om verdsettelse, og vi vil der argumentere mot noe av denne modellen står for. Vår verdsettelsesmodell er en individuell tilnærming for å finne verdien til Austevoll Seafood, vi kan altså ikke lage en universell godtatt modell for verdsettelse av oppdretts –og sjømatnæringen.

Vi har valgt å legge ved en komplett forklaring av disse modellene i vedleggene, men har også tatt utdrag fra modellene inn i oppgaven som utregning eller forklaring av tall eller fenomen

3.4 Validitet – indre og ytre

Validitet tar for seg hvor troverdig og relevant resultater eller data er og på hvilken måte vi kan generalisere resultatene våre til andre. Vi skiller mellom hovedsakelig to former for validitet.

Indre validitet eller intern validitet som det også kalles er hvor holdbar grunnlaget for en konklusjon eller slutning er om en årsakssammenheng. Med årsakssammenheng menes i hvilken grad en påstått årsak påvirker et resultat. Sagt på en annen måte betyr indre validitet i hvilken grad det kan trekkes slutning om at en variabel påvirker en årsak eller om det kan være slik at andre fundamentale forhold er like sannsynlig. Slik form for validitet er spesielt viktig i en kausal analyse og eksperimenter, (Cooper and Schindler 2008).

Blant flere trusler mot intern validitet ansees spesielt syv tema:

Historie

Foreldelse/modning

Testing

Instrumentvariasjon

Utvalg

Statistisk regresjon

Frafall

Historie

I løpet av tiden et eksperiment foregår kan det oppstå flere hendelser som man nødvendigvis ikke har kontroll over. Det kan være at man forsker på tillit til et selskap og mens undersøkelsen pågår kommer det en nyhetsartikkel som gjør at bildet egentlig ser helt annerledes ut enn det gjorde før artikkelen kom.

Foreldelse/modning

Modning eller foreldelse kan eksempelvis være at man intervjuer personer om et spesifikt

tema og faktorer som sult, trøtthet eller rett og slett kjedsommelighet kan påvirke respondentens svar.

Testing

Prosesen ved å ta en test kan påvirke resultatene ved en andre test. Erfaringen man får ved å ha tatt den første testen kan ha en læringseffekt som påvirker resultatet ved en ny test.

Instrumentvariasjon

Instrumentvariasjon er en mulig trussel mot den interne validiteten og betyr at observasjonen endres når man måler et instrument eller en respondent. Det kan være at spørsmål ikke blir stilt på den samme måten eller at man bruker ulike respondenter og/eller intervjuere.

Utvalg

Med utvalg menes det at det kan være skjevheter i utvalget som observeres eller det utvalget som benyttes som en kontrollgruppe. Eksempelvis kan en type mennesker være overrepresentert i en måling og være underrepresentert i en annen.

Statistisk regresjon

Ekstreme case eller utvalg har en sterk tendens til å nærme seg gjennomsnittet i en regresjonsanalyse.

Frafall

Frafall oppstår når man eksempelvis studerer en gruppe mennesker og det oppstår frafall i løpet av forskningsprosessen. Frafall påvirker sammensetningen av gruppen, (IBID).

Ytre validitet eller ekstern validitet som det også kalles, tar for seg om resultatet kan generaliseres og overføres til andre undersøkelser enn det som var utgangspunktet og om undersøkelsen kan gjøres allment gjeldene, (Johannessen, Christoffersen, and Tufte 2011).

Ytre og indre validitet er to motpoler i den forstand at hvis man ønsker å forsterke den ytre validiteten, må man vanligvis senke kravene for den indre validiteten og vica versa.

Vitalt er det derfor å vite forskjellen mellom de ulike validitetene *indre* og *ytre* validitet, (Sander 2015).

Vi anser denne oppgaven til å ha høy indre validitet da den er bygget opp på kvantitative uavhengige kilder (årsrapporter etc.) der kravene til riktig rapportering er at de skal være helt riktige. Det vi derimot ikke kan gjøre er å generalisere våre resultater om verdien til Austevoll Seafood inn til andre selskaper, selv om metoden vil være den samme. Vi anser derfor våre resultater til å ha liten ytre validitet, mens metoden vår anser vi til å ha høy ytre validitet. Vi anser videre at vi har høy indre validitet fordi vi har funnet det vi anser som nøklene til verdien hos Austevoll Seafood. Disse nøkkelkomponentene skal beskrives i kapitlene som følger etter dette.

3.5 Reliabilitet

Reliabilitet tar for seg hvor pålitelig og nøyaktig data blir behandlet og innsamlet. Det finnes mange måter å teste reliabilitet på. En mulighet er å gjøre samme undersøkelse flere ganger og om resultatet blir det samme kan vi konkludere med høy reliabilitet. Kommer det et annet resultat ved senere undersøkelser er reliabiliteten lav. En annen måte å få høy reliabilitet på er at flere forskere undersøker samme fenomen og kommer fram til samme resultat. Dette vil gi høy reliabilitet, (Johannessen, Christoffersen, and Tufte 2011).

En undersøkelse kan gi oss høy reliabilitet eller pålitelighet, men også lav validitet i den samme undersøkelsen. Et eksempel på dette kan være at man undersøker arbeidsforholdene i en bedrift ved hjelp av en undersøkelse som er skrevet på engelsk. Resultatene fra undersøkelsen og eventuell en retest vil nok gi høy reliabilitet, men validiteten er lav fordi at man egentlig tester arbeidernes engelskkunnskaper.

Innen reliabilitet skiller man ofte mellom tre ulike begreper:

- Test – retest
- Intern konsistens
- Split half

Test og retest reliabilitet er hvorvidt resultatene fra en eller flere tester på ulike tidspunkt korrelerer eller har samsvar med hverandre. Gjør man en undersøkelse på to ulike tidspunkt og kommer frem til det samme resultatet kan man si at det er høy reliabilitet.

Intern konsistens er et begrep som benyttes når man skal undersøke et fenomen og resultatene man får er like selv om utvalget endrer seg fra undersøkelse til undersøkelse.

Split half ligger i selve begrepet. Det man gjør er at man deler måleenheten som benyttes i to for så å korrelere disse. Et eksempel kan være at man har to observasjoner på en person som man skal forske på, (Cooper and Schindler 2008)

I vår refleksjon rundt reliabiliteten til undersøkelsen vår har vi konkludert med at vi har høy reliabilitet i selve verdsettelsen og moderat reliabilitet i den strategiske delen av oppgaven. Grunnen til at vi kan pårope oss høy reliabilitet på verdsettelsen er at alle data vi har innhentet er rapporter og økonomiske beretninger som er tallbasert og ikke kan motstrides. Vi har ikke hatt kontakt med caseenheten, noe som gjør at vi ikke har blitt påvirket i noen grad når vi har gjennomført våre analyser. Dette gjør også at alle som ønsker det kan teste verdsettelsen vår etter å ha lest denne oppgaven. Vi hevder også å ha moderat reliabilitet på den strategiske delen da den er basert på rapporter, statistikk i tillegg til noen artikler fra media. Det som fører til at vi skriver moderat og ikke høy reliabilitet på her er at vi kan ha mistet informasjon som kan ha vært viktig for en komplett utredelse av det strategiske miljøet, men vi mener at informasjonen vi har innhentet er pålitelig.

3.6 Valg av metoder

Vi har valgt å gjøre både kvantitativ og kvalitativ forskning i denne oppgaven. De kvantitative delene av oppgaven går på statistiske data, slik som utregning av beta. De kvantitative delene har store datamengder som prosesseres igjennom Microsoft Excel og SPSS. Disse programmene gir oss for eksempel regresjonsanalyser, t-tester og ulike koeffisienter. Vi har også brukt kvalitativ forskning i form av tekst fra årsrapportene til Austevoll Seafood, der får vi alle opplysningene som har kommet inn i analysene. Vi skal i de neste avsnittene forklare hvordan vi har gått frem for å gjøre denne oppgaven.

Vi startet oppgaven med å lese om oppdrettsbransjen og sjømatindustrien slik at vi kunne få mer kunnskap om hvilken type bransje vi skulle sette oss inn i. Videre leste vi oss opp på Austevoll Seafoods historie og deres datterselskaper. Etter å ha brukt tid på å bli kjent med bedriften og industrien den opererte i, analyserte vi de historiske regnskapsdataene til Austevoll Seafood for å raskt se hvilken utvikling selskapet hadde hatt de siste årene. Etter å ha gått igjennom de siste 10 årene med regnskap valgte vi å fokusere på de siste fem årene. Grunnen til at vi kortet ned tidsrommet var at det har vært en finanskriser og en volatil vekst i selskapet og bransjen. Ut i fra denne første, og raske, analysen fant vi ut at de hadde endret

regnskapsstandard fra 1.1.2014 og at de betalte dividende. Vi fant også ut at Austevoll Seafood er bygd opp av mange datterselskaper og at de vokser igjennom oppkjøp av store og små oppdrettsselskaper og andre bedrifter innen sjømatsektoren.

Vi startet så med en strategisk analyse av bedriften, og målet vårt var å få satt ord på hvordan de ytre og indre miljøene til Austevoll Seafood er. Vi valgte derfor å bruke de strategiske verktøyene PESTEL-analyse, Porters five forces og SWOT analyse. I PESTEL-analysen tok vi for oss det ytre miljøet til Austevoll Seafood som vi brukte i beskrivelsen av mulighetene og truslene i SWOT-analysen. I PESTEL-analysen analyserte vi også de andre landene Austevoll Seafood har operasjonell virksomhet. I Porters five forces analysen tok vi for oss det interne miljøet for Austevoll Seafood og knyttet det oppimot styrker og svakheter selskapet har. Viktige faktorer i denne analysen ble hvordan konkurransen i bransjen er, hvordan forhandlingsstyrkene til leverandørene er og hvordan makt Austevoll Seafood har. Vi avsluttet strategikapittelet med å gjøre en SWOT-analyse. Denne analysen tok utgangspunkt i de første to analysene i tillegg til andre faktorer vi hadde lyst til å vektlegge.

I selve verdsettelsen så startet vi med å gjøre en omgruppering av regnskapsdataene vi hentet fra årsrapportene for de siste fem årene. Vi omgrupperte regnskapet slik at vi fikk et investororientert regnskap mer enn et kreditororientert regnskap. Vi bestemte oss så for å begynne å bygge et makroaktivert Excel-dokument som skulle kunne bli brukt for å verdsette flere bedrifter i samme sektor. For å gjøre dette startet vi med å bruke de standardiserte regnskapene til Oslo børs, på den måten kan vi verdsette andre bedrifter som er på Oslo børs med samme program. Vi delte regnskapet opp i resultatregnskaper, balanser og kontantstrømsanalyser. Det neste steget var å få et godt estimat for betaverdien. Vi lastet ned de siste fem års aksjekurser for Austevoll Seafood og for hovedindeksen OSEBX, og gjorde flere regresjonsanalyser på disse tallene.

Vi hadde behov for å finne kapitalkostnadene (CapEx) og arbeidskapitalen slik at vi kunne lage prognoser på hvor mye kapital bedriften har behov for i fremtiden, også kalt reinvesteringer. I utregningen av kapitalkostnaden fokuserte vi på Austevoll Seafoods historiske kapitalkostnad, og derfra normaliserte vi denne for bruk i verdsettelsesmodellene våre. Arbeidskapitalen ble beregnet både med og uten kontanter for å sammenligne metodene. Vi valgte til slutt metodene som blir beskrevet i flere av bøkene til Aswath Damodaran, blant annet *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.

Vi jobbet videre med kapitalverdimodellen for å få finne avkastningskravet og linket svaret på dette regnestykket til kalkuleringen av kapitalkostnadene. Vi fikk her brukt betaberegningene vi hadde gjort tidligere og sammenlignet denne med betatall for hele industrien.

Det siste steget før vi kunne starte med å utforme modellene for verdiberegning var å finne historisk og fundamental vekst. Dette steget er utrolig avgjørende i forhold til videre estimeringer fordi den avgjør mye av de fremtidige kontantstrømmene og dividenden vi skal benytte.

Utformingen av modellene har sitt utgangspunkt i faglitteratur, primært innen finans, men en av hovedutfordringene var å knytte modellene inn i verktøy som Microsoft Excel, SPSS og tilleggsværktøy som Visual Basic. Vårt ønske har hele tiden vært å lage et rammeverk innen disse verktøyene som er så bra at det kan benyttes for å fundamentalt verdsette andre børsnoterte selskaper. Verdsettelsen av andre selskaper skal da kunne gjøres på en enkel måte da rammeverket allerede er der og det skal være tilstrekkelig å taste inn tall fra resultatregnskap, balanse og kontantstrøm.

Hele rammeverket er som nevnt konstruert i en Microsoft Excel fil. Rammeverket har 19 ark med ulike beregninger og kalkulasjoner hvor forsiden viser output/resultater fra 5 forskjellige verdsettelsesmetoder. I tillegg viser forsiden andre nøkkeltall som beta og WACC samt et knappesystem for å lett manøvrere seg gjennom de forskjellige arkene. Arkene er linket sammen på en slik måte at hvis man endrer eksempelvis driftsinntektene fra resultatregnskapet så endres også verdien per aksje for de ulike verdsettelsesmodellene.

3.7 Valg av kilder

Vi skal i dette avsnittet diskutere noen av kildene vi har valgt å bruke i oppgaven og hvorfor vi har brukt nettopp disse kildene. Vi har brukt mange kilder i løpet av oppgaven og i flere tilfeller har vi satt kilder opp i mot hverandre. Vi mener det er viktig å beskrive kildene sine slik at leser får et innblikk i tankegangen rundt kildekritikken vår.

I aktualiseringskapittelet brukte vi kilder fra flere aviser og rapporter fra sjømatrådet. Vi mener rapportene er gode kilder på for eksempel hvem som kjøper fisk fra Norge og for hvor mye. Aviskildene er kilder som skal vise hvordan media oppfatter sjømatnæringens problemer i forhold til for eksempel utenrikspolitikken mot Kina.

I bransjebeskrivelsen og beskrivelsen av Austevoll Seafood brukte vi for det meste årsberetningene fra Austevoll Seafood, i tillegg til deres hjemmesider. Vi brukte også flere rapportert fra sjømatrådet og konkurrerende bedrifters årsberetninger da vi fant Austevolls beretninger om markedet litt svakere enn for eksempel Marine Harvest sin beskrivelse.

I metodekapittelet brukte vi hovedsakelig to bøker. Forskningsmetode for Økonomisk-Administrative Fag av Johannessen, Christoffersen og Tufte fra 2011 blir brukt i undervisningen ved Universitet i Nordland og har vært et godt oppslagsverk som vi har brukt i flere år. Business Research Methods av Cooper og Schindler fra 2008 er en metodebok basert tilpasset den økonomiske studieretningen. Boken tar for seg mange populære teorier og vi har brukt boken for utdypende kunnskap i dette kapittelet.

I den strategiske analysen så brukte vi mange ulike kilder. Enkelte av kildene er tatt fra utenriksdepartementet sine nettressurser. Disse kildene er godt oppdaterte på hvordan samfunnet, økonomi og andre faktorer vi gjorde rede for er. Teoriene PESTEL, Five Forces og SWOT er tatt fra ulike lærebøker som omhandler strategi, omgivelser og organisasjonsstruktur. I tillegg til nettressursene og bøkene var vi deltakende på konferansen Havets Døgn 2015. Denne konferansen hadde mange gode foredragsholdere som ga oss nyttig informasjon angående fremtiden, andre markeder og muligheter for sjømatnæringen. Av foredragsholderne var blant annet fiskeriminister Elisabeth Aspaker, sjefen for Marine Harvest i Nord-Norge Turid Lande Solheim og forskningssjefen for havbruk ved SINTEF. Vi

har brukt disse foredragene som kilder i teksten vår på grunn av renomméet til foredragsholderne og konferansen.

I kapittelet som omhandler historisk regnskap og omgrupperte regnskapsdata var hovedkildene siste kvartalsrapport i 2014/årsregnskap 2015 og Stephen Penmans bok *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Denne boken sammen med tilleggslitteratur gjorde det mulig å få satt opp regnskapet i forhold til et investororientert oppsett, i stedet for et kreditororientert perspektiv.

I reinvesteringkapittelet har vi tatt utgangspunkt i Aswath Damodarans bøker om verdsettelse. Grunnen til at vi har valgt å bruke hans utgangspunkt er at vi har valgt å bruke hans tilnærminger til fundamental verdsettelse i verdsettelseskapittelet som skal diskuteres senere. Vi har videre brukt Pignataro, G. Stewart, Boye og Koekebakker og Young og O'Byrne for å diskutere avkastningskravet og forventet avkastning på egenkapitalen. Vi har også satt av et helt underkapittel til å diskutere validiteten til kapitalverdimodellen, med to kjente forskningsartikler. Vi har også her brukt flere internettkilder som blant annet hjelper med å verifisere utregninger vi har gjort. Vi har ikke funnet kilder som har veldig andre resultater enn det vi har regnet selv, og vi anser derfor at våre antagelser er gode.

I vekstkapittelet var Damodarans bøker hovedlitteraturen vår, også her fordi vi ønsket gjennomgående litteratur som tok for seg samme forutsetningene som modellene våre gjør. Selv om vekst og fundamental vekst ikke blir brukt i særlig stor grad videre i oppgaven er kildene og formlene vi har brukt gode estimater på hvordan vekst regnes.

I verdsettelsen og de tekniske delene i denne oppgaven var Damodarans litteratur den vi brukte mest. Grunnen til at vi har brukt bøkene til Damodaran så mye er at han er ledende på feltet verdsettelse og bøkene han har skrevet er de som oftest blir referert til når verdsettelse søkes opp. Han har også et godt rykte som professor ved Stern School of Business ved New York University. I tillegg blir han ofte publisert i de største og mest prestisjetunge journalene som for eksempel "Journal of Finance" og "The Journal of Financial and Quantitative Analysis".

4. Strategisk analyse av Austevoll Seafood

Alle organisasjoner er avhengige av sine omgivelser for å overleve. Dette gjelder også for Austevoll Seafood. Fra sine omgivelser får bedriften alt de trenger for å produsere det de må for å få oppnådd egne mål. Kapital, arbeidskraft, råvarer og informasjon er helt nødvendig for at bedriften skal overleve. Austevoll Seafood kan kun klare seg så lenge noen i deres omgivelser ser nytten i fisken de produserer, og er villig til å betale for den. Jo større kontroll bedriften har over sine omgivelser, jo mindre vil usikkerheten være med hensyn til hvilke muligheter og trusler bedriften må ta hensyn til i sine strategiske vurderinger. Mange faktorer kan spille inn i strategiske forhold for en bedrift, og vi skal bruke dette kapitlet for å se på de ulike forholdene, (Jacobsen and Thorsvik 2013).

Vi ønsker å gjennomføre en strategisk analyse av Austevoll Seafood der vi skal gå fra de generelle begrensningene som finnes på makronivå til det spesielle på bedriftsnivå. Formålet er å få en bedre forståelse av miljøene Austevoll Seafood opererer i før verddivurderingsprosessen starter, samt kartlegge styrker og svakheter i bedriften.

Vi tar her for oss tre ulike teorier for strategiske analyser. PESTEL-analysen skal ta for seg makromiljøet til Austevoll Seafood. Porters five forces tar for seg bedriften på bedriftsnivå og ser på posisjonering i markedet de operer i. Og SWOT-analysen tar for seg de styrker, svakheter, muligheter og trusler vi har avdekket i de første analysene.

4.1 PESTEL- analyse

En PESTEL- analyse er en analyse som beskriver makromiljøet en bedrift operer i. Det vil si at den beskriver og holder øye med rammevilkårene for å drive bedriftsvirksomhet. PESTEL er en forkortelse av de politiske (political), økonomiske (economical), sosiale –eller sosiokulturelle (social) teknologiske (technological) , miljø (environmental) og juridiske faktorer (legal).

De politiske faktorene tar for seg hvilke beslutninger som tas fra myndighetenes side. Økonomiske faktorene blir sett på i forhold til for eksempel makroøkonomien, renter og økonomisk vekst.

Sosiale –eller sosiokulturelle faktorer kan være analyser av demografien i landet eller landene en bedrift opererer i. Her kan det være interessant å se på gjennomsnittsalderen til befolkningen, eller om det er store inntektsforskjeller mellom de ulike gruppene i samfunnet.

Teknologiske faktorer handler om tilgangen til og forskningen på nye produkter innen sektoren til bedriften man er interessert er. Har bedriften hatt store gjennombrudd ved bruk av ny teknologi så kan dette forandre kostnadsbildet til bedriften. Ny teknologi kan også gjøre en arbeidsplass tryggere å jobbe på.

Miljøhensyn tar for seg det grønne perspektivet. Faktorer som er viktig å se på her er hvordan forurensning bedriften står for og hvordan de driver avfallshåndtering.

Juridiske faktorer er de rettslige lovene og reglene bedrifter må forholde seg til i landene de opererer i. Juss er for eksempel særlig interessant når en bedrift skal kjøpe en annen bedrift,(Jobber 2007; Roos 2014)

Målet med denne analysen er å avdekke hvordan viktige forhold i makroomgivelsene til bedriften vil endre hvilken posisjon, vekst og andre faktorer på en slik måte at de kan forberede seg og posisjonere seg optimalt for fremtiden.

4.1.1 Politiske faktorer

Austevoll Seafood må forholde seg til mange politiske faktorer. Vi har identifisert de vi mener har størst innvirkning på Austevoll Seafood nå og i fremtiden. Den første politiske faktoren er EØS-avtalen som Norge er en del av, og som gjør at selskapet kan benytte seg av fri flyt både av varer og kapital innen EU. Om denne avtalen holder seg slik den er i dag eller om denne endres kan ha stor innvirkning på eksporten av fisk inn til EU. Men slik vi anser det, er forholdet mellom EU og Norge godt og stabilt.

Derimot så har Norge et litt mer betent politisk forhold til Kina og Russland. Etter importstansen i Russland sommeren 2014, måtte all fisk som vanligvis ble solgt til Russland kjøres til andre land. Dette gjorde at eksporten til Russland ble kraftig redusert i forhold til 2013 og eksporten til andre land økte. I 2013 var Russland det landet vi eksporterte mest fisk til, i 2014 var denne eksportinntekten halvert, (Sjømatrådet 2015; Fiskeridepartementet 2015).

I kapittel 1.1 forklarte vi at Norge fikk et dårlig politisk forhold til Kina fra dagen Nobels fredspris ble tildelt Liu Xiaobo i 2010. Vi har i kjølevannet av denne utdelingen hatt et noe betent politisk forhold til Kina, men tross dette kjølige forholdet har eksportinntektene fra Kina hatt en jevn økning for hvert år, (Aftenposten 2015).

Austevoll Seafood har pågående operasjonell virksomhet i de søramerikanske landene Peru og Chile. Disse landene er i sterk vekst og har fått en større middelklasse enn tidligere, dette har ført til en sosial uro i landene. Sterkest har protestene i Chile vært, der det har vært knyttet misnøye til den sosiale mobiliteten og den økonomiske fordelingen. Protestene startet i studentmiljøene før den spredte seg til store deler av befolkningen. De samme problemene ser vi også i Peru. Peru har store utfordringer knyttet til fattigdom og skjevhet i inntektsfordeling, (Utenriksdepartementet 2015d; Utenriksdepartementet 2015b).

En viktig næringspolitisk faktor er utdelingen av havbrukskonsesjoner. En havbrukskonsesjon er en tildeling av rettigheter fra norske myndigheter til å drive med fiskefangst eller oppdrett. Ofte følger det med ulike krav med slike konsesjoner, for eksempel et tak på hvor mange tonn man kan produsere etc. Tildelingen av konsesjoner skjer i spesifikke tidsrom eller runder. Eksempelvis ble det i 2009 gitt 64 tildelinger i samme konsesjonsrunde. Tildelingsrunden i 2009 skulle vektlegge de mindre aktørene, det vil si de aktørene med mindre enn 20 konsesjoner fra før, for å sikre en konkurransedyktig næring. En utfordring ved dette er at det

i ettertid har vist seg at større aktører som SalMar, Marine Harvest og Norway Royal Salmon har enten igjennom oppkjøp av selve konsesjonene, oppkjøp av selskaper eller igjennom å sikre seg majoritet i selskaper, sikret seg rettigheter til konsesjoner som i utgangspunktet ikke var ment for de største aktørene.

Tildelingen av nye havbrukskonsesjoner har store innvirkninger på en eventuell aksjekurs. Norway Royal Salmon (NRS) for eksempel fikk 22. desember 2014 tildelt totalt 9 såkalte grønne konsesjoner. Aksjekursen til NRS steg over 10 % den dagen som følge av nyhetene. Oppsummert har tildeling eller at man mister havbrukskonsesjoner stor innvirkning på aksjens popularitet på kort sikt, (NRS 2014).

Andre politiske forhold Austevoll Seafood må ta hensyn til er de økonomisk-politiske forholdene i Norge. Skattepolitikken, handelsreguleringer og sosiale velferdsgoder er politikk som endres hver gang det blir valgt ny regjering, det samme er hvilke oppdrettsselskaper som skal få eventuelle nye konsesjoner. I desember i 2014 ble det tildelt 20 nye grønne konsesjoner for lakseoppdrett i nord. «Vinneren» var som nevnt Norway Royal Salmon med totalt 9 nye konsesjoner. NRS måtte betale 10 millioner per konsesjon, noe som er anslått å være om lag 40 millioner under markedspris. Øvrige selskaper som fikk tildelt nye konsesjoner gir godt grunnlag for videre vekst, spesielt på børsen. (Laugen and Ytreberg 2014)

Oppsummert kan vi konkludere med at politiske beslutninger og handlinger vil i liten grad kunne påvirke etterspørselen etter fisk, om man ser bort i fra konsesjoner, sanksjoner og importstopp. Så lenge Norge har gode handelsavtaler med EU og verden forsetter å spise fisk er behovet for norsk fisk større enn de eventuelle politiske handlingene. Den politiske påvirkningen som har mest betydning for havbruksnæringen internt i Norge er utdelingen/fjerning av konsesjoner.

4.1.2 Økonomiske faktorer

Fiskeprisene har historisk sett vært veldig volatil, noe som er forårsaket av tilbudsendringer. Etterspørselen har hatt en mer jevn utvikling, da behovet for fisk er, og har alltid vært, stort. Etterspørselen etter fisk er utsatt for sesongvariasjoner. Kinesisk nyttår er et eksempel på en måned der det blir solgt store mengder med laks, og det er særlig den røde norske laksen som er blitt populært å spise i Kina i denne perioden. Grunnen til populariteten er at fargen rød skal bringe lykke og glede inn i det nye året. Samtidig som de synes at kvaliteten på norsk laks er høyere enn på andre lands laks, (Chramer 2015; Fredheim 2015).

Den generelle velferden i verden, og spesielt i EU og andre store importører av norsk fisk, er viktig for eksporten. I gode tider vil eksporten av luksusfisk fra Norge være stor, men i nedgangstider kan etterspørselen etter dette produktet falle. Vi skal i five forces analysen ta for oss substitutter og hvordan etterspørselen kan forklares av prisen av disse.

Middelklassen i verden har blitt større og dette fører til at etterspørselen etter råvarer med god kvalitet øker. Det er særlig middelklassen i land som India, Brasil, Chile og Kina som har vært bidragsyttere til større etterspørsel etter norsk fisk, (Aspaker 2015).

Chile og Peru har hatt god økonomisk vekst over en lengre periode. Chile har klart å jobbe fram en lav arbeidsledighet, i tillegg til god årlig vekst over perioder. Dette arbeidet har ført til at i 2012 kom Chile på 39. plass i verdensbankens ”doing business”-liste. Chile er nå det landet det amerikanske kontinentet med best økonomisk rating etter USA og Canada. Peru har også opplevd god økonomisk vekst, og sammen med en satsning på fattigdomsreduksjon har antallet fattige blitt redusert kraftig hvert år. Det er fortsatt stor skjevhet i inntekter og skatteinnbetalinger i Peru, men dette er noe som ser ut til å bedre seg litt hvert år, (Utenriksdepartementet 2015a; Utenriksdepartementet 2015c).

For Austevoll Seafood har verdensøkonomien veldig mye å si for hvilken aksjekurs de kan vente seg. Da finanskrisen i 2008 var på sitt aller verste, var prisen på en aksje nede på 10 kroner, og på den måten ser vi hvor stor innvirkning verdensøkonomien har for konsernet. Valutakursene har også stor innvirkning på Austevoll Seafood da en sterk krone gjør det dyrt for andre land å importere norsk fisk, samtidig vil det være billig i de perioder da kronen er svak.

4.1.3 Sosiale –og sosiokulturelle faktorer

Analysen av de sosiale – eller sosiokulturelle faktorene handler om å beskrive trender som kan påvirke bransjens rammevilkår. I de fem siste årene har Norge og resten av verden satt fokus på trening og kosthold. Fisk er en god proteinkilde i tillegg til å gi deg riktig type fett og vitaminer. Trenden med trening og kosthold kan derfor være gunstig for Austevoll Seafood og resten av sjømatnæringen.

Trenden med sushi i Norge, men særlig på verdensmarkedet er også en faktor som kan være med å gjøre norsk fisk enda mer attraktivt. Grunnen til at vi kommer med denne påstanden er at norsk laks er en viktig del av sushien, der fargen og kvaliteten er de viktigste attributtene. Det er sjømatrådet som står bak markedsføringen av norsk laks i Kina og det har vært et viktig marked å komme inn på, (Chramer 2015).

Andre sosiokulturelle faktorer som utdanningsnivå, konsumpris, klasse,- og kjønnsforskjeller er noe som kan påvirke Austevoll Seafood. I de søramerikanske landene hvor den sosiale uroen har hatt sitt utspring i inntektsskjevhet og dårlig sosial mobilitet kan det få konsekvenser for konsernet og man må sørge for gode arbeids,- og miljøforhold samt vise samfunnsansvar, (Utenriksdepartementet 2015b; Utenriksdepartementet 2015d).

Argumentene over er kun noen av de sosiokulturelle faktorene som kan være viktig for Austevoll Seafood. Vi skal ikke bruke denne delen av analysen til mer enn forståelsen for hvordan næringen og Austevoll Seafood blir påvirket av sosiale skift i verden.

4.1.4 Teknologiske faktorer

De teknologiske faktorene knytter seg ofte opp i mot innovasjoner. I forhold til oppdrettsnæringen har det vært få innovasjoner innen selve oppdrettsanleggene de siste 10-20 siste årene. Men innen fôr har det vært flere gode fremskritt. Fôringen ble tidligere gjort manuelt av røktere, men er nå blitt automatisert. Det er med andre ord maskiner som utfører selve fôringen. Selv om overvåkingen av maskinene og fisken er gjort av mennesker har det menneskelige ressursbehovet gått ned. Nedbemanning på hvert enkelt anlegg har ført til større marginer i bransjen, (Fredheim 2015).

I forhold til andre innovasjoner er det nå gjort forsøk på å få rognkjeks og andre fisketyper som spiser lus inn i oppdrettsanleggene, (Klo and Føleide 2014). Det kan se ut som om denne taktikken er god, fordi det har blitt startet flere oppdrettsanlegg av denne typen fisk. Det er også gjort forskning på hvordan man skal få fisk, og da spesielt laks, fri for lus. Vi har blant annet sett tegningene av et anlegg som skal forhindre fisken å være i de høydemetrene lusen lever i, samtidig som den skal kunne få rikelig med oksygen, (Fredheim 2015).

Det er mange gode innovasjonsmuligheter i sjømatnæringen, men vi anser teknologi som et av de svakeste sidene til næringen. Flere innovasjoner bør komme i årene fremover slik at marginene kan styrke seg og prisen på fisk kan gå ned. Eventuelt kvantum kan gå opp. Under «Havets døgn» arrangert av Nugla-studentforening ved Universitetet i Nordland, fikk vi se noen bedrifter som hadde forslag til hvordan man kunne få laksen fri for lakselus uten leppefisker eller andre mekanismer. Det var andre som forklarte fordeler med å ha landbaserte oppdrettsanlegg, og vi fikk se hvordan man hadde brukt allerede utviklede teknologier på andre fagfelt inn mot oppdrettsnæringen. Det var også fokus på hvordan man kunne utnytte alle deler av fisken man slaktet, og at det fortsatt var mange arter som det er etterspørsel etter men som det ikke drives opprett på. Et eksempel på dette var sjøpølsen som selges for 6500kr kiloen i asiatiske land, og blir sett på som en sjelden delikatesse, (Rokkan 2015).

4.1.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer omhandler eksempelvis miljøvernlovgivning, avfallsdeponering og rømming. Mye av det som er knyttet til avfallsdeponering er regulert av lover og vedtak på samme måte som miljøvernet. Fisk som rømmer fra anlegget kan gi store konsekvenser for miljøet. Oppdrettslaksen vandrer opp i vassdragene og gyter med villaksen, noe som kan påvirke mangfoldet og genetikken til villaksen. I 2013 rømte ca. 200.000 oppdrettslaks fra anlegg i Norge, (Miljødirektoratet 2012).

Lakselusa har blitt et problem etter at oppdrett av laks har blitt større og dyret kan i noen tilfeller være i stand til å utrydde enkeltbestander av laks, både villaks og oppdrettslaks.

Et annet miljøhensyn som er viktig å få med er at oppdrettsnæringen tilfører mye næringsalter. Næringssaltene kommer fra fiskenes avføring og rester fra fiskefôret. Selv om mengden næringsalter har blitt halvert i forhold til per tonn produsert fisk, så har produksjonen økt så mye at fiskeoppdrett den største kilden til utslipp av næringsalter langs kysten. Disse næringssaltene fører til økt algevekst og overgjødning i enkelte fjordområder.

I kampen mot lakselusen og næringsalter har det blitt brukt kobber og kjemikalier i anleggene, men disse tiltakene kommer med en annen miljømessig utfordring. Forskere har funnet ut at plante og dyrelivet rundt anleggene blir kraftig påvirket av disse midlene for å bedre lakseproduksjonen, (Miljødirektoratet 2012).

For Austevoll Seafood er det viktig at alle deres underselskaper utøver sin drift på en miljøhensiktsmessig måte, slik at miljøet skal skånes på best mulig måte. Igjennom Lerøy gruppen så drives det på en slik måte at de har et langsiktig perspektiv for havet og dets ressurser. Denne miljøprofilen skal i følge dem selv utøves fra alle i verdikjeden, fra røkter til distribusjon. Austevoll Seafood og deres selskaper skal arbeide for å unngå rømming fra anlegg, redusere lakselus-bestandene og den generelle fiskehelsen skal forbedres. De har også et satt mål om å redusere næringssaltutslippene og effektivisere bruken av havområdene de opererer i. Austevoll Seafoods eide selskapet Austral Group S.A.A er en av få selskaper av Latin-Amerikas oppdrettsbedrifter som har blitt godkjent for 11 internasjonale standarder innenfor kvalitet, miljø og sikkerhet, (Austevoll Seafood 2014).

4.1.6 Juridiske faktorer

Som tidligere nevnt er sjømat –og oppdrettsnæringen underlagt norske lover og restriksjoner. Det er lagt føringer på alt i fra maksimal biomasse, konsesjoner, slakt etc. Andre juridiske faktorer som konsernet må forholde seg til er EU og EØS sine direktiver. Norges lover har en egen akvakulturlov, lov §79 fra 17.06.2005. Denne loven er en oppdatering av en lov vedtatt i 1985. Lovens første paragraf er:

§1. Formål

Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten, (Norges lover 2005).

Denne loven bærer tydelig preg av hvordan det miljømessige hensynet sammen med lønnsomhet og konkurransedyktighet skal sørge for en effektiv og godt regulert oppdrettsnæring i Norge. Loven regulerer hvem som skal få lov til å drive oppdrett, hvordan konsesjoner gis og hvor det skal drives oppdrett, (Ibid)

Under miljømessige faktorer nevnte vi hvordan det er gjenfangstplikt ved rømming fra oppdrettsanlegg. Den 05.02.2015 ble det laget en forskrift om rømming med hjemmel i paragrafene §13a, §28, §29a, §30 og §31 i akvakulturloven, lov 79.

§1. Formål

Formålet med forskrifta er å redusere risikoen for genetisk påvirkning fra akvakultur på ville bestander av laksefisk, (Norges Lover 2015)

Denne forskrifta oppdaterer loven fra 2005 og viser til regler og ansvar for oppdretterne ved rømming fra anleggene. På denne måten vil det være enklere å vise det miljøansvaret som pålegges oppdrettsselskapene.

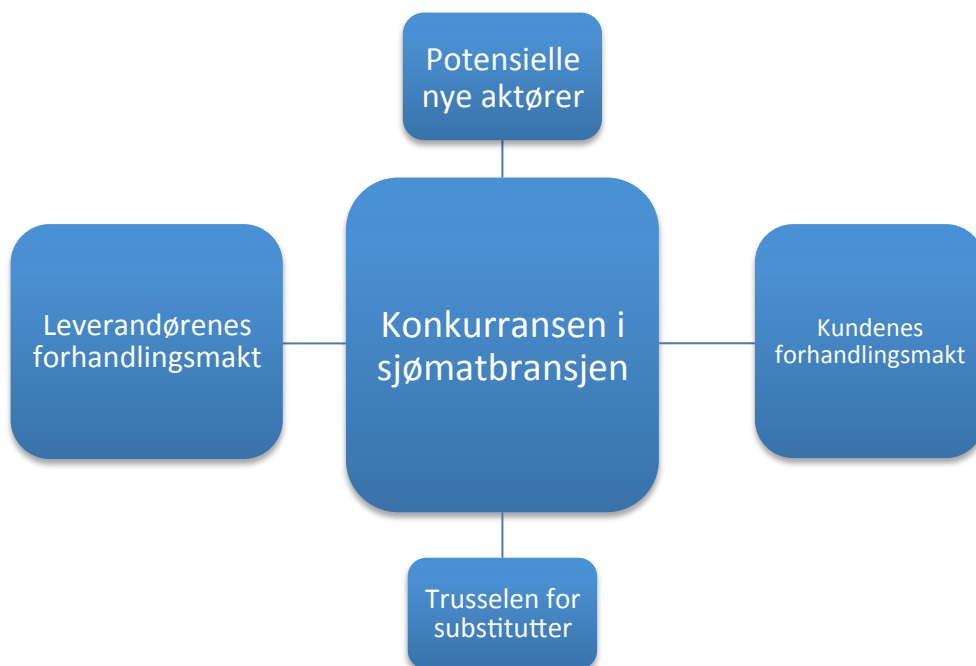
Vi skal ikke gjennomgå alle paragrafene i Lov 79 fra 2005, men vise til at det er mange forskrifter og lover som må følges for å kunne drive akvakultur.

4.1.7 Oppsummering av PESTEL-analysen

Vi har i løpet av analysen sett på forhold som påvirker Austevoll Seafood og oppdrettsnæringen i de ytre omgivelsene. Reguleringer, konsesjonsgivning, sykdommer, uro i andre land og trender i Asia er alle faktorer som kan påvirke etterspørselen etter fisk og sjømat. Vi føler at vi igjennom PESTEL-analysen har blitt kjent med rammevilkårene til oppdrettsnæringen, og særlig for Austevoll Seafood. Dette vil hjelpe oss i verdsettelsen da trender, sykluser og økonomiske forhold i verden vil være viktig å dra med seg inn i en verdianalyse.

4.2 Porters «Five forces»

Porters «Five forces» er en bransjeanalyse og bygger på boken *Competitive Strategy* av Michael Porter. Den handler om at konkurransefortrinn oppnås ved riktig posisjonering i forhold til fem krefter. Disse er trusselen for nyetablerere, trusselen for substitutter, leverandørenes makt, kundenes makt og konkurransesituasjonen. I følge Porter vil en endring i en av de fem konkurransekraftene endre hvor bedriften bør posisjonere seg. Og på den måten vil vi prøve å forstå dynamikken i bransjen vi analyserer. Vi ønsker å bruke «Five forces»- analysen til å se videre på analysen vi gjorde i PESTEL, samtidig som vi ønsker å finne styrker, svakheter, trusler og muligheter som vi skal fremlegge i SWOT- analysen, (Johnson et al. 2011; Besanko 2013).



Figur nr.1 Porters five forces

«Five forces» er viktig i forhold til å bygge en SWOT (styrker, svakheter, muligheter og trusler) som vi skal se på senere i kapittelet. I gjennom «Five forces»- analysen ønsker vi å finne muligheter og trusler og vi skal forklare modellen videre ved å gjøre den for Austevoll Seafood.

4.2.1 Trusselen fra nyetableringer

I følge Porters teori er det lettere for en bedrift å penetrere et marked om man er i lignende marked fra før av. Ut i fra teorien til Porter finnes det syv barrierer for nyetablerere.

Barrierene er: stordriftsfordeler i forhold til kostnadseffektivitet, stordriftsfordeler i forhold til etablerte kunder, store etableringskostnader, fordeler for etablerte aktører, restriktiv politikk, innlåsingeffekten og ulik tilgang til distribusjonskanaler.

For Austevoll Seafood så er trusselen for nyetablerere liten, eller i alle fall forutsigbar. I følge håndboken til Marine Harvest tar det ca. tre år fra første egg er befruktet til du har din første innhøsting av laks, (Solheim 2015; Marine Harvest 2015). Dette er en kostbar og ressurskrevende prosess som krever mye arbeidskapital. Det er mange oppdrettere som går konkurs i denne perioden. Austevoll Seafood tilegnet seg stordriftsfordeler, noe som vil si at de har lavere kostnader enn flere av konkurrentene sine, i tillegg til en etablert kundebase. Kostnadseffektiviteten kommer av at de har fabrikker i Peru og Chile, der lønnsnivået er lavere enn det norske. Kundebasen er bygd opp gjennom en lang fartstid i bransjen, og de har mange datterselskaper med gode relasjoner lokalt og internasjonalt, (Austevoll Seafood 2014).

Den eneste usikkerheten i forhold til nyetableringer er om det gis mange nye konsesjoner øremerket for å øke konkurransen i markedet. Men slik det ser ut i dag er dette lite aktuelt.

4.2.2 Trusselen fra substitutter

Substitutter er i følge økonomi.no et alternativt gode, (økonomi.no 2015). På lederkilden.no forklarer de substitutter slik:

” Dersom en etterspørsel etter en vare stiger som følge av en prisforhøyelse på en annen vare eller faller når prisen på den andre varen reduseres, taler man om konkurrerende varer eller

substitutter. Eksempler er kjøtt og fisk, smør og margarin, sigaretter og røyketobakk osv. Substitutter er altså varer som tilfredsstillter omtrent samme behov.” (Lederkilden 2015)

Austevoll Seafood har både pelagisk fisk og laks som gjør at de dekker de mest populære fiskene å spise. Det vil derfor si at andre fiskesorter er ikke reelle substitutter til Austevoll Seafoods produkter. Vi har derfor identifisert substituttene til å være kjøtt av svin, storfe og fugl. Prisene på disse produktene kan få innvirkning på etterspørselen etter fisk. Som for eksempel ved et utbrudd av kugalskap slik vi hadde i 2003. I Amerika gikk da etterspørselen etter fisk opp samtidig som etterspørselen etter storfe fikk motsatt effekt, (NRK 2003).

4.2.3 Leverandørens forhandlingsstyrke

Austevoll Seafood har igjennom strategiske oppkjøp av og i bedrifter blitt sin egen leverandør. De har drevet med vertikal integrasjon, som vil si at de har alle prosessene i verdikjeden, (Stoltz 2014). Selv om Austevoll Seafood ikke har samlet alle disse bedriftene under ett selskap, vil resultatene fra disse selskapene som selger tjenester og varer til hverandre bli konsolidert inn regnskapene til slutt, (Austevoll Seafood 2014).

Austevoll Seafood har både fôrproduksjon, pelagisk fisk og laks. Det kan virke som strategien er å kjøpe seg opp i selskaper som gir den totale paraplyen av Austevoll Seafoods bedrifter strategiske fordeler andre oppdrettselskaper ikke har, (Austevoll Seafood 2014).

Oppsummert kan vi konkludere med at via vertikal integrasjon har leverandørene blitt en del av Austevolls bedrifter og derfor har de liten til ingen makt over pris og tjenesteyting.

4.2.4 Konsumentenes/kundenes forhandlingsstyrke

Konsumentene/kundenes forhandlingsstyrke skal forklare forholdet mellom en bedrift og dens kunder. Austevoll Seafood har mange kanaler de selger fisk igjennom. De selger fisk både til distributører i inn –og utland i tillegg til å selge noen av produktene direkte til sluttkunden. Prisen på fisk er noe styrt igjennom Fishpool og på den måten kan man sikre seg mer enn før denne børsen ble laget. Fishpool er basert på tilbud og etterspørsel og det er mer tilbudet som justerer prisen på fisk, da etterspørselen er ofte høy. De er uansett nødt til å lage avtaler med

store distributører slik som for eksempel NorgesGruppen og Coop. Dette kan føre til at disse kundene får noe makt over hvilken pris både de og sluttkundene må betale.

Vi anslår konsumentenes forhandlingsstyrke i forhold til Austevoll Seafood til å være høy, fordi prisen på fisk er veldig elastisk og kundene er svært prissensitive. Dette fører til at små endringer i pris gir store utslag på etterspørselen. Vi ser selvfølgelig at det er kundene som til slutt velger hvilket fiskeprodukt de ønsker, og på den måten har de også en viss makt over Austevoll Seafoods etterspørsel. Men det er hovedsakelig de store grossistene rundt om i verden som avgjør hvilken pris de ønsker å kjøpe fisk for i en gitt periode.

4.2.5 Konkurransen i sjømatnæringen

I forhold til markedet og bransjens konkurranseintensitet så skal vi først vise hvordan Austevoll Seafood (AUSS) ligger i forhold til konkurrentene når det rangeres etter markedsverdi.

Kursutvikling		Avkastning		<input type="checkbox"/> Vis kun papirer som har vært omsatt i dag						
Info	Ticker	Navn	Kjøper	Selger	Siste	Avk. % i Tid dag		Omsatt (MNOK)	Ant. handler	Markedsv. (MNOK) ▾
■	ORK	Orkla	52,30	52,30	52,55	0,96% 16:19		73,07	2 129	53 394,63
■	MHG	Marine H ...	100,80	100,80	100,90	0,90% 16:19		250,06	4 665	41 402,98
■	SALM	SalMar	123,00	123,00	123,50	1,23% 16:19		13,36	440	13 819,65
■	LSG	Lerøy Se ...	254,00	254,00	254,00	2,21% 16:19		19,04	411	13 778,88
■	BAKKA	Bakkafrost	183,00	183,00	182,50	2,82% 16:19		36,76	587	8 854,04
■	AUSS	Austevol ...	42,90	42,90	42,90	0,23% 16:19		14,27	382	8 696,58
■	GSF	Grieg Se ...	28,00	28,00	28,10	0,36% 16:01		0,71	46	3 102,58
■	NRS	Norway R ...	58,00	58,00	58,00	2,20% 15:59		0,49	24	2 525,23
■	HFISK	Havfisk	14,10	14,30	14,30	1,42% 15:34		0,28	9	1 209,17
■	SSC	The Scot ...	5,05	5,21	5,00	0,81% 16:06		0,24	10	834,23

Tabell nr.4 Konsumvarer (Oslobørs 1 jan. 2015 kl. 14.15)

Vi ser at det er stor forskjell på markedsverdien av de ulike selskapene for konsumvarer og dermed store forskjeller på konkurransevnen. Austevoll Seafood ligger her ca midt i en gruppe i forhold til markedsverdiene.

På grunn av Fish Pool Index så er konkurransen veldig hard i forhold til prising av fisk. Det er i alle tilfeller tilbud og etterspørsel som avgjør hvem som får solgt hva til hvilken pris. Vi kan derfor si at det er kun de sterkeste selskapene som vil overleve på lang sikt. Det må eventuelt innføres noen regler som gjør at de store selskapene ikke kan kjøpe opp de mindre oppdretterne og deres konsesjoner. Konkurransen har også tilspisset seg i forhold til at det er flere land som konkurrerer i oppdrettsnæringen på verdensbasis. Det skal legges til at mange norske selskaper, blant annet Austevoll Seafood, har slått seg opp også her. Det har ført til lavere kostnader i fabrikker og de får dermed solgt produktene sine til lavere pris, eller høyere marginer. Denne fordelingen gjør at de rene norske oppdrettsselskapene blir presset på sine marginer og prisen kan true selve eksistensen til å fortsette å drive.

Det utvikles i dag teknologi som gjør at man kan ha oppdrett av laks i lukkede anlegg lengre ut fra kysten. Slike anlegg kan gjøre at det blir mindre press eller konkurranse i områder som er tilknyttet kysten fordi hvert enkelt anlegg kan ha ulike produksjonstidspunkt og produksjonsmengder. Lukkede anlegg kan bidra til økt produksjon uten økt belastning på miljøet.

Et annet forhold som kan påvirke konkurransesituasjonen i sjømat,- og havbruksnæringen er miljø,- og klimaendringer. Eksempelvis kan drastiske endringer i klima og miljø påvirke produksjonen av sjømat. Det kan være klimatiske endringer som tørke eller miljøkatastrofer eller forurensning av havområder og overfiske.

Konkurransesituasjonen i sjømatnæringen kommer selvfølgelig ikke unna globale økonomiske trekk og trender. Global økonomisk nedgang eller i verste tilfellet resesjon, kan gi langvarige negative virkninger på etterspørselen og produksjonen av sjømat. Det kan også oppstå handelsbarrierer og blokader som vi nylig har sett eksempel på fra Russland, som kan påvirke en konkurransesituasjon, (Olafsen et al., n.d.).

Oppsummert så kan vi si at konkurransesituasjonen Austevoll Seafood befinner seg i er en tøff situasjon der det finnes noen ekstremt store selskaper og flere medium store bedrifter. Dette gjør at om en kundes behov ikke blir tilfredsstilt så vil de kunne gå til konkurrerende bedrift for å få samme type produkt.

4.3 SWOT- analyse

En SWOT-analyse er et verktøy for å avdekke dine indre og ytre styrker og svakheter. De indre styrker og svakheter er de variablene man selv har mulighet til å gjøre noe med. Vi har valgt å avslutte strategikapittelet med denne analysen fordi den oppsummerer på en enkel og oversiktlig måte hva som har vært viktigst i analysene vi har gjort tidligere i kapittelet. Vi har studert Austevoll Seafoods skrevne strategier, og blitt kjent med bransjen og bedriften. På denne måten har vi da funnet frem til de styrker og svakheter vi mener Austevoll Seafood har. De eksterne styrkene og svakhetene er de som vi kaller for muligheter og trusler. Disse omhandler hva markedet gjør og hvilke muligheter/trusler dette byr bedriften på.

SWOT-analysen er spesielt god til å kartlegge og analysere status som en del av strategisk planlegging. Målet med denne typen analyse er å finne frem til faktorene som er avgjørende for å nå bedriftens målsettinger, (Jacobsen and Thorsvik 2013; Besanko 2013; Jobber 2007; Roos 2014). SWOT er en forkortelse av:

- Strengths
- Weaknesses
- Opportunities
- Threats

Vi har valgt å sette opp Austevoll Seafoods styrker og svakheter i forhold til hvordan vi ser dem etter å ha gjennomført PESTEL – og Porters «Five forces»- analyser. Vi forholder oss til den informasjon som har blitt gjennomgått i dette kapittelet og har ikke hatt kontakt med Austevoll Seafood i denne eller andre prosesser.

Vi har valgt å sette opp de viktigste faktorene som påvirker Austevoll Seafoods SWOT i en tabell for å så utdype punktene under tabellen.

<i>Styrker</i>	<i>Svakheter</i>
<i>Beliggenheten</i>	<i>Homogene produkter</i>
<i>Stordriftsfordeler</i>	<i>Oppkjøpsstrategien</i>
<i>Vertikal integrasjon</i>	<i>Mangel i bruk av derivatmarkedet</i>

<i>Muligheter</i>	<i>Trusler</i>
<i>FoU</i>	<i>Miljøet – avfallshåndtering, rømming og</i>
<i>Differensiere produktene sine</i>	<i>Global politikk og økonomi –</i>
<i>Andre sjømatprodukter</i>	<i>Patentert ny teknologi som endrer konkurransesituasjonen.</i>

Tabell nr. 5 SWOT

4.3.1 Styrker

En av de største grunnene til at Norge er best på oppdrett og som gjør at Austevoll Seafood har mange muligheter innen fiskeoppdrett og fiske er beliggenheten til Norge. Vårt kalde og frodige hav gjør at laks og pelagisk fisk trives godt og har god tilgang til næringen de behøver for å overleve. Vanntemperaturen er for eksempel veldig viktig i forhold til oppdrett da laks trenger kjølig vann igjennom hele året. Det er også en fordel at havet i Norge er rikt på alger og andre næringsstoffer som har påvirkning i akvakulturen.

Austevoll Seafood har igjennom oppkjøp av små, medium og store bedrifter skaffet seg kontroll på hele verdiskapelsesprosessen. Det vil si at de lager fiskefôr, de driver oppdrett og de har foredling av fisk. Denne kontrollen kalles vertikal integrasjon og gir dem makt i forhold til at de er sin egen leverandør, og i mange tilfeller er de også sin egen kunde. Austevoll Seafood har fått denne kontrollen igjennom strategiske oppkjøp og bruk av oppkjøp og investeringer som strategi for kontroll. Vi anser denne kontrollen som en stor styrke som vil være verdt mye i årene som kommer.

Austevoll Seafood eier fabrikker og bedrifter i lavkostland som for eksempel i Peru og Chile. Fordelen med å ha fabrikkene sine der og ikke hjemme i Norge, er at lønningene ikke er så store og kostnadene generelt er på et lavere nivå. Dette gir Austevoll Seafood det vi kaller for stordriftsfordeler og gjør at de kan tilby sine produkter til en lavere pris, eller større marginer.

4.3.2 Svakheter

Austevoll Seafood har flere typer fiskeprodukter, men felles for dem alle er at de ikke differensierer seg på noen måte i forhold til konkurrentene. De har altså veldig homogene produkter som igjen vil si at kundene vil være veldig priselastiske. Er det forskjell på to

homogene varer vil forbrukeren velge det billigste alternativet. Dette kan unngås igjennom å skape en sterkere merkevare, men dette er opp til underselskapene til Austevoll Seafood og ikke noe de selv kan kontrollere.

Oppkjøpsstrategien som har hittil fungert godt for Austevoll Seafood kan også bli deres undergang. Austevoll Seafood er utrolig avhengig av å få kjøpt opp aksjer i andre selskaper, og vokse på denne måten. De har altså ingen organisk vekst utover deres allerede eide selskaper. Dette er ikke et problem i dagens marked, men om de ikke får kjøpt bedrifter til riktig pris i fremtiden vil oppkjøpsstrategien vise seg å være slutten på veksten for Austevoll Seafood.

Vi har også lagt merke til at Austevoll Seafood ikke bruker derivatmarkedet for å sikre priser og valutakurser. På denne måten kan man si at de gambler med inntektene sine og vil ikke være sikker på at kursen de selger for om to måneder vil være like god som det den er i dag. Det skal nevnes at oppdrettsnæringen og sjømatsektoren ikke har tradisjoner for sikring og hegding på samme måten som for eksempel oljeindustrien. Men det er ingen grunn til å ikke sikre inntektene sine i markedene lengre. Informasjonen og kunnskapen som kommer ut i fra universitetene og mulighetene for å få god kunnskap inn i oppdrettsnæringen er essensielt for å drive sikkert i fremtiden.

4.3.3 Muligheter

I tillegg til at utvikling og patentering av ny teknologi i næringen kan være en trussel, mener vi at dette også er en mulighet. Forskning og utvikling har de siste årene stort sett vært forbeholdt institusjoner som universiteter og forskningsmiljøer. Det ligger gode muligheter for Austevoll i å knytte tette bånd mellom institusjoner og forskningsmiljøer og i tillegg starte egne prøveprosjekter.

En annen mulighet for Austevoll er å forsøke å differensiere enkelte av produktene sine da konkurrerende bedrifter som regel selger det samme produktet. Et godt eksempel her er SALMA laks som har vært et salgssuksess i Norge, hvor man vakuumpakket fersk laksefilet noe som gir god kvalitet. Prisen for SALMA laks har historisk sett vært mye høyere enn annen tradisjonell laksefilet.

Flere rapporter har påpekt at Norge som sjømatnasjon har flere lite utnyttede ressurser som tang, tare og sjøpølser. Slike ressurser kan ved hjelp av innovasjon og produktutvikling gi vekst i selskapet.

4.3.4 Trusler

Oppdrett av spesielt laks har i flere år vært utsatt for sterk kritikk fra flere miljøorganisasjoner. Spesielt har miljøutfordringer som rømming, lakselus og medisinerings i merdene vært tema i den offentlige debatten. I tillegg blir det også stadig diskutert hvilken påvirkning oppdrett har på en utsatt bestand av villaks.

Miljøavtrykkene ved oppdrett sin negativ eksponering i media kan bidra til negative effekter på sjømatnæringen på lang sikt. Det kan være i form av mindre rekruttering av unge til næringen eller lavere investeringer. Som det ble nevnt i PESTEL-analysen er det viktig at alle selskapene som er tilknyttet Austevoll Seafood driver sin virksomhet på en miljøhensiktsmessig måte.

Som alle andre bransjer blir Austevoll Seafood påvirket av de globale økonomiske og politiske trekkene og trendene. Som tidligere nevnt er per dags dato Norges viktigste eksportmarked for sjømat EU.

Finanskrisen rammet flere av de søreuropeiske landene, som er de største importørene av norsk sjømat, men heldigvis kom Norge foreløpig godt ut av det. Imidlertid kan man forskuttere at økonomisk nedgang i viktige eksportmarkeder vil påvirke hele bransjen også Austevoll negativt. Vi har også sett eksempel på politiske trekk som kan være en trussel mot Austevoll i form av Russlands handelsblokkade.

Sjømatnæringen er en bransje som vi mener står ovenfor flere teknologiske innovasjoner og teknologiske framskritt i fremtiden. Da Austevoll-konsernet ikke har hatt kostnader i forbindelse med forskning og utvikling på flere år, er en mulig trussel at man ikke vil henge med på en eventuell teknologisk frammarsj og isteden må belage seg på oppkjøp som kan være ulønnsomme.

4.4 Oppsummering av strategi

I løpet av strategikapitlet har vi sett på og analysert makromiljøet som Austevoll Seafood har behov for å være klar over, sett på bransjens utfordringer og Austevolls posisjonering i disse sammenhengene og oppsummert disse i en avsluttende SWOT-analyse.

I PESTEL-analysen tok vi for oss de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorene som omhandler det eksterne miljøet til Austevoll Seafood. Vi analyserte forholdene i forhold til den norske delen av driften, og på enkelte faktorer analyserte vi på bakgrunn av andre land de har operasjoner i.

Videre fikk vi innsyn i hvordan posisjonering Austevoll Seafood har i forhold til resten av sjømatbransjen i Porters «Five forces»- analyse. Vi tok her for oss hvilken makt leverandørene har, hvilken makt kundene har, trusselen for nyetablerere, trusselen substitutter utgjør og konkurransesituasjonen Austevoll Seafood befinner seg i. Vi hadde som mål å få klargjort hvilke trusler og muligheter som finnes for bedriften.

I SWOT-analysen oppsummerte vi hva vi analyserte i PESTEL-analysen og «Five forces»-analysen, men vi tok også for oss noen av punktene vi skrev om i bransjekapitlet. I analysen oppsummerte vi de tre viktigste punktene under styrker, svakheter, muligheter og trusler.

Målet med dette kapitlet har vært å finne ut hvordan bransjen er og hvordan posisjon Austevoll Seafood har tatt i denne sammenhengen. På bakgrunn av disse analysene vil vi bygge verdsettelsesgrunnlagene våre. Våre antakelser om fremtiden vil bygge på de punktene vi fremhevet i PESTEL, «Five forces» og SWOT-analysene våre. Det vil altså være en rød tråd igjennom oppgaven som bygger på dette kapitlet.

5. Historiske og omgrupperte regnskapsdata

De regnskapsdata som børsnoterte selskaper presenterer har ofte flere og ulike interessenter. Det kan være myndighetene, investorer eller finansieringsinstitusjoner. De forskjellige interessentene har også ulikt syn på hva som er relevant og viktig regnskapsdata. Austevoll Seafood ASA har fra og med 4. kvartal 2014 endret konsernets segmentrapportering til IFRS 10 samt endret sammenligningstall fra tidligere perioder. Årsrapportene som er utarbeidet etter IFRS har et kreditororientert syn, hvor føringen av regnskap og balanse er etter historisk kost. Et sentralt begrep for kreditorene er å belyse hvilken risiko selskapet har, blant annet hvordan selskapet evner å betjene sine lån.

Myndighetene er opptatt av om hvorvidt regnskapet er ført korrekt etter rett standard, skatt og annen generell revidering av at det som presenteres i regnskapet stemmer.

Investorer har en annen tilnærming til regnskapet der man ser på verdiskapning, lønnsomhet og virkelig verdi av egenkapitalen, samt se på rentabiliteten i de ulike segmentene i en bedrift,(Gjesdal and Johnsen 1999a).

Oppgavens utgangspunkt er å finne ut av hva én aksje i Austevoll Seafood er verdt for så å komme med en anbefaling hvorvidt den burde kjøpes, selges eller holdes. Med det som utgangspunkt kan oppgaven leses ut ifra et investororientert perspektiv. Selve omgrupperingen av regnskapet gjøres for å presentere vesentlig regnskapsdata for en investor.

Etter norsk regnskapsstandard (NRS) skal eventuelt utbytte tas ut fra egenkapitalen og bokføres som kortsiktig gjeld inntil utbetaling. Eventuelle regnskapsanalyser en investor ønsker å gjøre på lønnsomhet eller risiko vil bli affektet av en slik føring. Som tidligere nevnt har Austevoll Seafood ASA gått over til IFRS 10 som regnskapsstandard og endret sine sammenligningstall for tidligere perioder slik at justeringer for utbytte ikke er nødvendig.

For å finne ut om det er endringer i egenkapitalen utover det årsresultatet som kommer frem av perioden, må fullstendig nettoresultat avdekkes. Formelen er som følger:

$$EK31.12 = EK01.01 + FNR - NBU$$

EK = Egenkapital

FNR = Fullstendig nettoresultat

NBU = Netto utbetalt utbytte

Formel nr. 1 Endringer egenkapitalen

Endringer eierne har gjort på egenkapitalen kalles netto utbetalt utbytte. Det kan være utbytte eller andre kapitalinnskudd,- eller uttak.

Netto utbetalt utbytte	2009	2010	2011	2012	2013
NOK (1000 kr)					
+ Betalt utbytte	kr 56 165	kr 390 248	kr 546 647	kr 364 869	kr 411 474
- Kapitalinnskudd	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
+ Kapitaluttak	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
+ Kjøp egne aksjer	kr 43 275	kr 911 079	kr 125 853	kr 174 706	kr 1 139 493
- Salg egne aksjer	kr 488 995	kr 549 474	kr -	kr 35 367	kr 13 945
= Netto utbetalt utbytte	-kr 389 555	kr 751 853	kr 672 500	kr 504 208	kr 1 537 022

Tabell nr.6 Netto utbetalt utbytte

I tillegg til netto utbetalt utbytte i formelen er også fullstendig nettoresultat og annen fullstendig resultat noe som må beregnes. Fullstendig nettoresultat er verdien av føringer gjort mot egenkapitalen, årsresultat samt andre resultatposter. Andre resultatposter er i vårt tilfelle omregningsdifferanser i datter-, og tilknyttede selskaper som holdes utenfor årsregnskapet, samt noen mindre transaksjoner. Annen fullstendig resultat består av reklassifiseringer og omregningsdifferanser gjort i forbindelse med investeringer i andre selskaper.

Annen fullstendig resultat (AFR)	2009	2010	2011	2012	2013
NOK (1000 kr)					
Omregningsdifferanse i tilknyttede selskaper	-kr 33 046	kr -	kr 10 015	kr 77 854	-kr 56 989
Utvidede resultatposter i tilknyttede selskap	kr -	kr 28 970	kr 143 989	-kr 136 455	kr 168 686
Omregningsdifferanse i datterselskap	kr 442 002	-kr 298 483	kr -	kr -	kr 118 358
Valutakursdifferanse på nettoinvestering i utenlandsk enhet	-kr 415 507	kr 28 664	kr 133 974	-kr 31 383	kr 3 184
Reklassifisering sikringsinstrumenter	kr -	kr -	kr -	-kr 35 303	kr -
Endring i virkelig verdi av sikringsinstrument	kr -	kr -	-kr 28 434	kr 6	kr 6
= Sum annen fullstendig resultat (AFR)	-kr 6 551	-kr 240 849	kr 259 544	-kr 125 281	kr 233 245

Tabell nr.7 AFR – Annet fullstendig resultat

Det siste momentet man trenger for å avdekke fullstendig nettoresultat er dirty surplus eller kostnader og inntekter som direkte er ført opp mot egenkapitalen. Typiske føringer som er dirty surplus er ifølge Stephen Penman gevinster eller tap på ulike derivater, aksjer og valutahandler. Det kan også være urealiserte gevinster eller tap på aksjer og derivater som er holdt for salg av selskapet.

Endring i egenkapitalen	2009		2010		2011		2012		2013	
NOK (1000 kr)										
Egenkapital 01.01	kr	7 095 482	kr	9 110 861	kr	9 199 607	kr	9 420 662	kr	10 699 318
Årsresultat	kr	723 343	kr	1 221 533	kr	526 663	kr	643 172	kr	1 726 483
Annen fullstendig resultat (AFR)	-kr	6 551	-kr	240 849	kr	259 544	-kr	125 281	kr	233 245
Netto betalt utbytte	-kr	389 555	kr	751 853	kr	672 500	kr	504 208	kr	1 537 022
Dirty surplus	kr	81 046	-kr	28 846	kr	20 543	kr	48 959	kr	26 405
Egenkapital 31.12	kr	7 503 765	kr	10 814 552	kr	10 678 857	kr	10 491 720	kr	14 222 473

Tabell nr. 8 Endring i egenkapitalen

	2009		2010		2011		2012		2013	
Årsresultat	kr	723 343	kr	1 221 533	kr	526 663	kr	643 172	kr	1 726 483
Annen fullstendig resultat (AFR)	-kr	6 551	-kr	240 849	kr	259 544	-kr	125 281	kr	233 245
Dirty surplus	kr	81 046	-kr	28 846	kr	20 543	kr	48 959	kr	26 405
Fullstendig nettoresultat	kr	797 838	kr	951 838	kr	806 750	kr	566 850	kr	1 986 133

Tabell nr. 9 Fullstendig nettoresultat

Da alle parametere som inngår i fullstendig nettoresultat er beregnet og endringen i egenkapitalen er påvist kan man gå videre ved å se på den faktiske verdiskapningen i selskapet når man deler det inn i verdiskapning fra drift og verdiskapning fra finans. Verdiskapningen fra finans er hvilke resultater man sitter igjen med på sine investeringer etter at man har betalt kostnadene på den finansielle gjelden. Verdiskapning fra drift er i vårt tilfelle hvilke resultater kjernevirksomhetene til Austevoll Seafood gir.

Et annet aspekt i det å få en best mulig analyse av selskapet er å skille ut regnskapsposter som er «unormale». Unormale regnskapsposter kan beskrives som poster som skyldes en uregelmessighet eller en spesifikk hendelse som med mindre sannsynlighet oppstår neste regnskapsperiode. Unormale regnskapsposter kan gi effekter på et regnskap, noe som forkludrer en analyse og gir mindre troverdige prognoser. Et av hovedmålene med omgrupperingen er å finne gode mål på hva Austevoll Seafoods normale inntjening er og da må det korrigeres for uregelmessigheter som er forstyrrende.

Unormale driftsposter	2009		2010		2011		2012		2013	
NOK (1000 kr)										
+ Verdijustering biomasse	kr	60 483	kr	298 538	kr	615 767	kr	294 735	kr	764 229
- Merverdier varelager fra oppkjøp	kr	-	-kr	5 319	kr	-				
- Nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle	kr	13 667	kr	58 762	kr	4 590	kr	25 858	kr	-
- Tapskontrakter- unormal	kr	1 625	-kr	689	-kr	2 341	-kr	6 470	-kr	25
+ Særskilte biologiske hendelserunormal			kr	445 611	-kr	231	kr	-	kr	-
+ Dirty surplus	kr	81 046	-kr	28 846	kr	20 543	kr	48 959	kr	26 405
= Sum unormale driftsrelaterte poster	kr	156 821	kr	768 057	kr	638 328	kr	363 082	kr	790 609
Dirty surplus										
Urealisert agio/disagio	-kr	62 750	-kr	9 821	kr	3 324	-kr	27 537	kr	9 147
Urealisert agio/disagio gevinster	kr	168 239	-kr	20 615	-kr	8 339	kr	38 545	-kr	109
Valutadifferanser	-kr	81 955	kr	5 293	kr	13 617	-kr	31 383	kr	49 073
Valutatap ur og realisert	kr	-	-kr	3 703	kr	-	kr	-	-kr	31 706
valutagevinst ur og realisert	kr	57 512	kr	-	kr	11 941	kr	69 334	kr	-
Sum	kr	81 046	-kr	28 846	kr	20 543	kr	48 959	kr	26 405
Unormale finansposter										
NOK (1000 kr)										
+ Annen finansinntekt	kr	137 853	kr	264 650	kr	61 182	kr	170 845	kr	296 362
- Annen finanskostnad	kr	28 938	kr	321 471	kr	22 584	kr	302 580	kr	287 461
= Sum unormale finansposter	kr	108 915	-kr	56 821	kr	38 598	-kr	131 735	kr	8 901

Tabell nr.10 Unormale poster og dirty surplus

I 2014 ble skattesatsen på alminnelig inntekt for selskaper satt ned fra 28 % til 27 %, det samme gjelder for finanskostnader. Endringen i skattesats vil ikke gi noen effekt på analysene da den nye skattesatsen kun er gjeldene fra regnskapstallene for 2014, som blir presentert i sin helhet i 2015.

Unormale finansresultater som gevinst eller tap på posisjoner i valuta blir beskattet med 0% da vi tar utgangspunkt i fritaksmetoden, (Skatteetaten 2015).

Skattefordeling	2009		2010		2011		2012		2013	
NOK (1000 kr)										
Finanskostnad normal	kr	354 792	kr	321 471	kr	300 606	kr	302 580	kr	287 461
Finanskostnadsskatt, 28%	kr	99 342	kr	90 012	kr	84 170	kr	84 722	kr	80 489
= Netto finanskostnad	kr	255 450	kr	231 459	kr	216 436	kr	217 858	kr	206 972
Finansinntekt normal	kr	182 148	kr	264 650	kr	155 375	kr	170 845	kr	296 362
Finansinntektsskatt, 14%	kr	25 501	kr	37 051	kr	21 753	kr	23 918	kr	41 491
= Netto finansinntekt	kr	156 647	kr	227 599	kr	133 623	kr	146 927	kr	254 871
Unormale finansinntekter	kr	137 853	kr	264 650	kr	61 182	kr	170 845	kr	296 362
Unormale finanskostnader	kr	28 938	kr	321 471	kr	22 584	kr	302 580	kr	287 461
= Unormalt finansresultat før sk	kr	108 915	-kr	56 821	kr	38 598	-kr	131 735	kr	8 901
Unormal finansinntektsskatt 0%		0		0		0		0		0

Tabell nr.11 Skattefordeling

Driftsskattesats (dss)		2009		2010		2011		2012		2013	
NOK (1000 kr)											
+ Normal skattekostnad	kr	342 383	kr	459 412	kr	245 773	kr	251 664	kr	580 768	
+ Skatt på finanskostnad	kr	99 342	kr	90 012	kr	84 170	kr	84 722	kr	80 489	
- Skatt på finansinntekt	kr	25 501	kr	37 051	kr	21 753	kr	23 918	kr	41 491	
= Sum driftsrelatert skatt	kr	416 224	kr	512 373	kr	308 190	kr	312 468	kr	619 766	
= dss		27,69 %		22,45 %		33,58 %		30,44 %		26,14 %	

Unormal driftsskattesats (udss)		2009		2010		2011		2012		2013	
dss		27,69 %		22,45 %		33,58 %		30,44 %		26,14 %	
- ndss		28,06 %		28,06 %		28,06 %		28,06 %		28,06 %	
= udss		-0,37 %		-5,61 %		5,52 %		2,38 %		-1,92 %	

Tabell nr. 11 og 12 Driftsskattesats og Unormal driftsskattesats

Driftsskattesatsen er som tidligere nevnt 28 % og fra og med 2014 27 %. Som vi ser i tabellen varierer driftsskattesatsen noe fra periode til periode. Slike variasjoner kan skyldes permanente forskjeller eller framførbart underskudd som vil gi avvik i satsene.

Den normaliserte skattesatsen er et gjennomsnitt av driftsskattesatsen i perioden 2009 til 2013 og er 28,06 %. Det stemmer godt overens med reglene for alminnelig inntektsskatt for selskaper. Videre sammenligner vi den normale driftsskattesatsen med driftsskattesatsen for å finne unormal driftsskattesats som fordeles senere i omgrupperingen.

Fordeling av skattekostnad		2009		2010		2011		2012		2013	
NOK (1000 kr)											
Normal skattekostnad	kr	342 383	kr	459 412	kr	245 773	kr	251 664	kr	580 768	
- Skatt på finansinntekt	kr	25 501	kr	37 051	kr	21 753	kr	23 918	kr	41 491	
+ Skatt på finanskostnad	kr	99 342	kr	90 012	kr	84 170	kr	84 722	kr	80 489	
= Skatt på driftsresultat	kr	416 224	kr	512 373	kr	308 190	kr	312 468	kr	619 766	
- Skatt på unormalt driftsresultat	kr	115 266	kr	115 026	kr	103 503	kr	95 109	kr	161 982	
= Skatt på normalt driftsresultat	kr	300 958	kr	397 347	kr	204 687	kr	217 359	kr	457 785	
- Unormal skatt på driftsresultat	-kr	1 104	-kr	22 292	kr	11 307	kr	5 169	-kr	8 808	
= Normal driftsskattekostnad	kr	299 854	kr	375 054	kr	215 994	kr	222 528	kr	448 977	

Tabell nr. 13 Fordeling av skattekostnad

Før det fullstendige omgrupperte resultatregnskapet og balansen presenteres vil regnskapet undersøkes for målefeil og justeres.

Justering av omgruppert regnskap	2009	2010	2011	2012	2013
NOK (1000 kr)					
Reduksjon tilknyttet FoU-utgifter	0	0	0	0	0
Avskrivning FoU	0	0	0	0	0
= Virkning på driftsresultat i hovedvirksomhet	0	0	0	0	0
Endring utsatt skatt etter FoU	0	0	0	0	0
= Virkning på netto driftresultat fra hovedvirksomhet	0	0	0	0	0
Verdijustering biomasse	kr 60 483	kr 298 538	kr 615 767	kr 294 735	kr 764 229
Ikke resultatført estimatavvik pensjon	-kr 3 906	-kr 2 664	-kr 5 366	-kr 2 426	-kr 1 571
= Virkning unormalt netto driftsresultat	kr 56 577	kr 295 874	kr 610 401	kr 292 309	kr 762 658
Endring utsatt skatt etter pensjonjustering	kr 130 310	kr 32 440	-kr 215 646	kr 112 144	kr 183 375
= Virkning på netto driftresultat fra hovedvirksomhet	kr 186 887	kr 328 314	kr 394 755	kr 404 453	kr 946 033
= Virkning av fullstendig nettoresultat til egenkapital	kr 56 577	kr 295 874	kr 610 401	kr 292 309	kr 762 658

Tabell nr.14 Justering av omgruppert regnskap

Justering av omgruppert balanse	2009	2010	2011	2012	2013
NOK (1000 kr)					
Eiendeler					
Verdijustering biomasse eiendeler	kr 60 483	kr 298 538	kr 615 767	kr 294 735	kr 764 229
Utgående FoU-kapital	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
Estimatavvik pensjonsmidler	-kr 3 906	-kr 2 664	-kr 5 366	-kr 2 426	-kr 1 571
Endring utsatt skatt (FoU og pensjon)	kr 130 310	kr 32 440	-kr 215 646	kr 112 144	kr 183 375
= Virkning netto driftseiendeler	kr 186 887	kr 328 314	kr 394 755	kr 404 453	kr 946 033
Egenkapital og gjeld					
Egenkapital	kr 7 095 482	kr 9 110 861	kr 9 199 607	kr 9 420 662	kr 10 699 318
Utsatt skatt (FoU og pensjon)	kr 28 084	kr 23 446	kr 29 442	kr 32 537	kr 28 282
= Virkning på sysselsatt kapital	kr 7 123 566	kr 9 134 307	kr 9 229 049	kr 9 453 199	kr 10 727 600

Tabell nr.15 Justering av omgruppert balanse

Identifisering av målefeil

I en regnskapsperiode kan det være at enkelte regnskapsposter har avvik som ikke gjenspeiler den underliggende fundamentale verdien, noe som gjør at det klassifiseres som målefeil. En målefeil kan forårsake «feil» i eventuelle beregninger av nøkkeltall som lønnsomhet i selskapet.

Målefeil kan vi dele inn i tre kategorier:

- Målefeil 1 – Avvik mellom virkelig verdi og ideell regnskapsføring.
- Målefeil 2 – Regnskapsskikk,- og regler som bidrar til avvik mellom virkelig verdi og kostverdi.
- Målefeil 3 – Kreativ regnskapsføring.

Revisorer og regnskapsloven skal sørge for at manipulering eller kreativ regnskapsføring ikke skal foregå. Enkelte i fagmiljøene har kritisert det å justere og identifisere målefeil, da det kan føre til ytterligere støy og usikkerhet. Hovedargumentene har vært at ledelsen i et selskap kjenner den økonomiske situasjonen best og i tillegg at dagens regnskapsregler er tilstrekkelige for å belyse selskapenes økonomiske klima, (Eilifsen et.al. 2010).

Målefeil av typen 1 og 2 vil vi i vår oppgave justere for, dersom vi mener det kan forkludre analysene negativt. Målefeil av type 3 velger vi å vise til siste års revisors beretning i 2013, da dette er en normalberetning.

Målefeil 1

Årsrapporten til Austevoll Seafood for 2013 viser til at valutaterminkontrakter og biologiske eiendeler føres etter virkelig verdi, mens regnskapet og balansen føres etter historisk kost. Etter International Accounting Standards 41 skal biologiske eiendeler vurderes til virkelig verdi, med den forutsetning at det finnes marked hvor de biologiske eiendelene kan omsettes. I Austevoll sitt eksempel betyr det da at man kan vurdere fisken som er i produksjonen ut i fra markedsverdien på balansedato.

Vi har valgt å justere posten for verdijustering av biomasse tilbake til historisk kostregnskap. Regnskapsposten blir i regnskapet kategorisert som en unormal driftsrelatert post allerede og er blir i regnskapet korrigert for dette. Som følge av denne endringen vil fullstendig nettoresultat til egenkapitalen bli endret, men det skal ikke berøre netto resultat til egenkapitalen.

Påbegynt produksjon av fisk justeres tilbake til kostpris og blir justert analogt med hvordan det har preget balansen.

Justeringen av egenkapitalen skjer motsatt, da ikke dette er en gevinst som er realisert. Pensjonskostnadene inneholder avvik i årsregnskapet som ikke er resultatført og vi velger å justere for også dette. Det betyr at netto pensjonskostnad i balansen ikke vil være ført til virkelig verdi, (Ibid).

Målefeil 2

Målefeil to er som tidligere nevnt avvik som skyldes regnskapsskikker-, og regler som bidrar til forskjeller mellom virkelig verdi og kostverdi. Avvikene kan bidra til at den virkelige verdien ikke samsvarer med den balanseførte verdien i regnskapet og kan forkludre videre analyse av blant annet lønnsomhet. Austevoll Seafood har ingen regnskapsførte kostnader innen forskning og utvikling i de seneste årene. Derfor vil det ikke bli noen justeringer i den forbindelse og FoU vil være lik 0.

Etter å ha gått igjennom årsrapportertene for Austevoll har vi oppdaget målefeil og justert for disse. Dette mener vi skal gi et bedre bilde av Austevolls økonomiske situasjon og de omgrupperte tallene skal egne seg godt til videre analyse.

Når det gjelder fullstendig nettoresultat til egenkapitalen (FNR) svinger denne noe, men dette har sammenheng med prisforskjellene på laks.

Omgruppert resultatregnskap er utarbeidet etter omgruppering og justering av målefeil. Det gjør at man kan se hvor verdiskapningen kommer fra, enten det er fra finans, drift, normale eller unormale poster.

Når man omgrupperer balansen kan man dele den inn i tre kategorier, netto driftskapital, sysselsatt kapital og total kapital. Omgrupperer man balansen for å gi et mer investororientert overblikk, er netto driftskapital eller sysselsatt kapital mest aktuelt, (Ibid).

5.2 Resultater fra omgruppering

Omgruppert og justert resultatregnskap	2009	2010	2011	2012	2013
NOK (1000 kr)					
Driftsinntekter	kr 11 324 609	kr 12 744 751	kr 12 161 571	kr 11 828 227	kr 12 409 756
Driftskostnader	kr 9 821 633	kr 10 462 438	kr 11 243 904	kr 10 801 656	kr 10 038 434
= Driftsresultat i hovedvirksomheten	kr 1 502 976	kr 2 282 313	kr 917 667	kr 1 026 571	kr 2 371 322
Driftsrelatert skatt i hovedvirksomheten	kr 416 224	kr 512 373	kr 308 190	kr 312 468	kr 619 766
= Netto driftsresultat fra hovedvirksomhet	kr 1 086 752	kr 1 769 940	kr 609 477	kr 714 103	kr 1 751 556
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	kr -	kr 28 970	kr 143 989	-kr 136 455	kr 168 686
= Netto driftsresultat	kr 1 086 752	kr 1 798 910	kr 753 466	kr 577 648	kr 1 920 242
Netto finansinntekt	kr 156 647	kr 227 599	kr 133 623	kr 146 927	kr 254 871
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	kr 1 243 399	kr 2 026 509	kr 887 088	kr 724 575	kr 2 175 113
Netto finanskostnad	kr 255 450	kr 231 459	kr 216 436	kr 217 858	kr 206 972
Netto minoritetsresultat	-kr 33 046	kr -	kr 10 015	kr 77 854	-kr 56 989
= Nettoresultat til egenkapital	kr 1 465 803	kr 2 257 968	kr 1 113 540	kr 1 020 286	kr 2 325 096
Unormalt netto driftsresultat	kr 156 821	kr 768 057	kr 638 328	kr 363 082	kr 790 609
Unormalt netto finansresultat	kr 108 915	-kr 56 821	kr 38 598	-kr 131 735	kr 8 901
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	kr 1 731 539	kr 2 969 204	kr 1 790 466	kr 1 251 633	kr 3 124 606
Netto utbetalt utbytte	-kr 389 555	kr 751 853	kr 672 500	kr 504 208	kr 1 537 022
= Endring i egenkapitalen	kr 1 341 984	kr 2 217 351	kr 1 117 966	kr 747 425	kr 1 587 584

Tabell nr.16 Omgruppert og justert resultatregnskap

Omgruppert totalbalanse	2009	2010	2011	2012	2013
NOK (1000 kr)					
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM kr 4 391 525	kr 4 841 441	kr 5 167 144	kr 5 344 019	kr 5 185 062
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM kr 2 993 072	kr 1 847 188	kr 1 640 605	kr 1 788 324	kr 2 321 839
= Driftsrelaterte eiendeler	DRE kr 7 384 597	kr 6 688 629	kr 6 807 749	kr 7 132 343	kr 7 506 901
Finansielle anleggsmidler	FAM kr 1 564 851	kr 561 179	kr 496 102	kr 625 965	kr 671 860
Finansielle omløpsmidler	FOM kr 3 116 508	kr 3 305 839	kr 2 800 869	kr 2 719 404	kr 1 990 604
= Finansielle eiendeler	FE kr 4 681 359	kr 3 867 018	kr 3 296 971	kr 3 345 369	kr 2 662 464
= Totalkapital	TK kr 12 065 956	kr 10 555 647	kr 10 104 720	kr 10 477 712	kr 10 169 365
Egenkapital	EK kr 7 095 482	kr 9 110 861	kr 9 199 607	kr 9 420 662	kr 10 699 318
Minoritet	M kr 1 579 684	kr -	kr -	kr -	kr 3 377 484
Langsiktig dr.relatert gjeld	LDG kr 2 019 139	kr 2 801 685	kr 1 813 520	kr 1 917 325	kr 2 090 835
Kortsiktig dr.relatert gjeld	KDG kr 1 006 678	kr 1 251 123	kr 1 232 168	kr 1 074 703	kr 1 531 926
= Driftsrelatert gjeld	DG kr 3 025 817	kr 4 052 808	kr 3 045 688	kr 2 992 028	kr 3 622 761
Langsiktig finansiell gjeld	LFG kr 4 582 609	kr 4 943 449	kr 4 355 463	kr 4 513 937	kr 4 644 881
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG kr 1 330 998	kr 1 182 550	kr 1 442 173	kr 1 576 484	kr 1 272 418
= Finansiell gjeld	FG kr 5 913 607	kr 6 125 999	kr 5 797 636	kr 6 090 421	kr 5 917 299
= Totalkapital	TK kr 16 034 906	kr 19 289 668	kr 18 042 931	kr 18 503 111	kr 20 239 378

Tabell nr.17 Omgruppert totalbalanse

Postene i den omgrupperte balansen er beregnet etter bruk av formler som vil bli spesifisert under.

DAM:	2009	2010	2011	2012	2013
Varige driftsmidler	kr 3 871 050	kr 3 864 944	kr 3 980 271	kr 4 145 619	kr 4 095 855
Investering i FK virksomhet	kr 492 391	kr 953 051	kr 1 157 431	kr 1 165 863	kr 1 060 925
Utsatt skattefordel	kr 28 084	kr 23 446	kr 29 442	kr 32 537	kr 28 282
SUM	kr 4 391 525	kr 4 841 441	kr 5 167 144	kr 5 344 019	kr 5 185 062

Tabell nr.18 Driftsrelaterte anleggsmidler

DOM:	2009		2010		2011		2012		2013	
Kundefordringer og andre	kr	2 952 344	kr	1 808 059	kr	1 591 462	kr	1 743 198	kr	2 290 511
Eiendeler for salg	kr	40 728	kr	39 129	kr	49 143	kr	45 126	kr	31 328
Annet lager	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-
SUM	kr	2 993 072	kr	1 847 188	kr	1 640 605	kr	1 788 324	kr	2 321 839

Tabell nr.19 Driftsrelaterte omløpsmidler

FAM:	2009		2010		2011		2012		2013	
Netto pensjon	kr	31 231	kr	26 336	kr	29 028	kr	42 064	kr	46 207
Rentebærende fordringer	kr	1 476 172	kr	466 947	kr	402 331	kr	528 736	kr	585 613
Derivater	kr	16 720	kr	28 338	kr	15 600	kr	10 039	kr	8 712
Aksjer	kr	40 728	kr	39 558	kr	49 143	kr	45 126	kr	31 328
SUM	kr	1 564 851	kr	561 179	kr	496 102	kr	625 965	kr	671 860

Tabell nr.20 Finansiell anleggsmidler

FOM:	2009		2010		2011		2012		2013	
Derivater	kr	16 720	kr	28 338	kr	15 600	kr	10 039	kr	8 712
Bankinnskudd	kr	1 623 616	kr	2 810 554	kr	2 382 938	kr	2 180 629	kr	1 396 279
Rentebærende fordringer	kr	1 476 172	kr	466 947	kr	402 331	kr	528 736	kr	585 613
Handelsportefølje	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-
SUM	kr	3 116 508	kr	3 305 839	kr	2 800 869	kr	2 719 404	kr	1 990 604

Tabell nr.21 Finansielle omløpsmidler

LDG:	2009		2010		2011		2012		2013	
Utsatt skatt	kr	1 757 247	kr	1 986 804	kr	1 813 520	kr	1 917 325	kr	2 090 835
Annen LG	kr	261 892	kr	814 881	kr	-	kr	-	kr	-
Avsetning FK virksomhet	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-
SUM	kr	2 019 139	kr	2 801 685	kr	1 813 520	kr	1 917 325	kr	2 090 835

Tabell nr.22 Langsiktig driftsrelatert gjeld

KDG:	2009		2010		2011		2012		2013	
Leverandørgjeld	kr	881 079	kr	841 069	kr	843 279	kr	965 194	kr	1 179 802
Betalbar skatt	kr	125 599	kr	410 054	kr	388 889	kr	109 509	kr	352 124
SUM	kr	1 006 678	kr	1 251 123	kr	1 232 168	kr	1 074 703	kr	1 531 926

Tabell nr.23 Kortsiktig driftsrelatert gjeld

LFG:	2009		2010		2011		2012		2013	
Rentebærende LG	kr	4 535 712	kr	4 894 618	kr	4 317 617	kr	4 443 984	kr	4 590 799
Pensjonsforpliktelsler	kr	30 177	kr	20 493	kr	22 246	kr	59 914	kr	45 370
Derivater	kr	16 720	kr	28 338	kr	15 600	kr	10 039	kr	8 712
SUM	kr	4 582 609	kr	4 943 449	kr	4 355 463	kr	4 513 937	kr	4 644 881

Tabell nr.24 Langsiktig finansiell gjeld

KFG:	2009		2010		2011		2012		2013	
Derivater	kr	16 720	kr	28 338	kr	15 600	kr	10 039	kr	8 712
Rentebærende KG	kr	1 314 278	kr	1 154 212	kr	1 426 573	kr	1 566 445	kr	1 263 706
SUM	kr	1 330 998	kr	1 182 550	kr	1 442 173	kr	1 576 484	kr	1 272 418

Tabell nr.25 Kortsiktig finansiell gjeld

Omgruppert sysselsatt kapital	2009		2010		2011		2012		2013	
NOK (1000 kr)										
Driftsrelaterte anleggsmidler	kr	4 391 525	kr	4 841 441	kr	5 167 144	kr	5 344 019	kr	5 185 062
Langsiktig driftsrelatert gjeld	kr	2 019 139	kr	2 801 685	kr	1 813 520	kr	1 917 325	kr	2 090 835
= Netto driftsrelatert AM	kr	6 410 664	kr	7 643 126	kr	6 980 664	kr	7 261 344	kr	7 275 897
Driftsrelaterte omløpsmidler	kr	2 993 072	kr	1 847 188	kr	1 640 605	kr	1 788 324	kr	2 321 839
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	kr	1 006 678	kr	1 251 123	kr	1 232 168	kr	1 074 703	kr	1 531 926
= Driftsrelatert arbeidskapital	kr	3 999 750	kr	3 098 311	kr	2 872 773	kr	2 863 027	kr	3 853 765
= Netto driftseiendeler	kr	10 410 414	kr	10 741 437	kr	9 853 437	kr	10 124 371	kr	11 129 662
Finansielle anleggsmidler	kr	1 564 851	kr	561 179	kr	496 102	kr	625 965	kr	671 860
Finansielle omløpsmidler	kr	3 116 508	kr	3 305 839	kr	2 800 869	kr	2 719 404	kr	1 990 604
= Finansielle eiendeler	kr	4 681 359	kr	3 867 018	kr	3 296 971	kr	3 345 369	kr	2 662 464
= Syselsatte eiendeler	kr	15 091 773	kr	14 608 455	kr	13 150 408	kr	13 469 740	kr	13 792 126
Egenkapital	kr	7 095 482	kr	9 110 861	kr	9 199 607	kr	9 420 662	kr	10 699 318
Minoritet	kr	1 579 684	kr	-	kr	-	kr	-	kr	3 377 484
Langsiktig finansiell gjeld	kr	4 582 609	kr	4 943 449	kr	4 355 463	kr	4 513 937	kr	4 644 881
Kortsiktig finansiell gjeld	kr	1 330 998	kr	1 182 550	kr	1 442 173	kr	1 576 484	kr	1 272 418
= Finansiell gjeld	kr	5 913 607	kr	6 125 999	kr	5 797 636	kr	6 090 421	kr	5 917 299
= Syselatt kapital	kr	14 588 773	kr	15 236 860	kr	14 997 243	kr	15 511 083	kr	19 994 101

Tabell nr.26 Omgruppert sysselsatt kapital

Den omgrupperte totalbalansen kan omgrupperes til netto driftskapital, som er den kapitalen selskapet benytter seg av i den daglige driften. Som vi ser av tabellen nedenfor er finansrelaterte poster tatt ut, da dette er verdier som ikke blir brukt til selve driften, men som er verdier som blir skapt «utenfor» selve kjerneområdene til selskapet.

Omgruppert netto driftskapital	2009		2010		2011		2012		2013	
NOK (1000 kr)										
Driftsrelatert anleggsmidler	kr	4 391 525	kr	4 841 441	kr	5 167 144	kr	5 344 019	kr	5 185 062
Langsiktig driftsrelatert gjeld	kr	2 019 139	kr	2 801 685	kr	1 813 520	kr	1 917 325	kr	2 090 835
= Netto driftsrelatert anleggsmidler	kr	6 410 664	kr	7 643 126	kr	6 980 664	kr	7 261 344	kr	7 275 897
Driftsrelaterte omløpsmidler	kr	2 993 072	kr	1 847 188	kr	1 640 605	kr	1 788 324	kr	2 321 839
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	kr	1 006 678	kr	1 251 123	kr	1 232 168	kr	1 074 703	kr	1 531 926
= Driftsrelatert arbeidskapital	kr	3 999 750	kr	3 098 311	kr	2 872 773	kr	2 863 027	kr	3 853 765
= Netto driftseiendeler	kr	7 999 500	kr	6 196 622	kr	5 745 546	kr	5 726 054	kr	7 707 530
Egenkapital	kr	7 095 482	kr	9 110 861	kr	9 199 607	kr	9 420 662	kr	10 699 318
Minoritet	kr	1 579 684	kr	-	kr	-	kr	-	kr	3 377 484
Langsiktig finansiell gjeld	kr	4 582 609	kr	4 943 449	kr	4 355 463	kr	4 513 937	kr	4 644 881
- Finansielle anleggsmidler	kr	1 564 851	kr	561 179	kr	496 102	kr	625 965	kr	671 860
= Langsiktig netto finansiell gjeld	kr	11 692 924	kr	13 493 131	kr	13 058 968	kr	13 308 634	kr	18 049 823
Kortsiktig finansiell gjeld	kr	1 330 998	kr	1 182 550	kr	1 442 173	kr	1 576 484	kr	1 272 418
- Finansielle omløpsmidler	kr	3 116 508	kr	3 305 839	kr	2 800 869	kr	2 719 404	kr	1 990 604
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	-kr	1 785 510	-kr	2 123 289	-kr	1 358 696	-kr	1 142 920	-kr	718 186
= Netto finansiell gjeld	kr	9 907 414	kr	11 369 842	kr	11 700 272	kr	12 165 714	kr	17 331 637
= Netto driftskapital	kr	1 907 914	kr	5 173 220	kr	5 954 726	kr	6 439 660	kr	9 624 107

Tabell nr.27 Omgruppert netto driftskapital

6. Reinvestering

I metodekapittelet forklarte vi hvordan vi skal bruke de fremtidige frie kontantstrømmene for å beregne verdien av egenkapitalen og selskapsverdien. I prosessen ved å sette opp de frie kontantstrømmene må vi først beregne reinvesteringsbehovene til Austevoll Seafood. Det er to hovedkomponenter i utregningen av reinvesteringene: kapitalutgifter (capital expenditure) og ”non cash”-arbeidskapital (working capital). Vi skal starte med å se på bedriftens kapitalutgifter, heretter kalt *CapEx*, (Damodaran 2012a).

6.1 Kapitalutgifter – Capital Expenditure

Kapitalkostnader er midler som brukes av en bedrift til å anskaffe seg eller oppgradere sine anleggsmidler. Bedrifter bruker penger på slike eiendeler slik at de kan opprettholde eller utvide virksomheten. Eksempler på dette kan være eiendom, industribygg eller annet utstyr. Kapitalkostnad kalles også for finanskostnader, som også kan være rentene man betaler for et langsiktig lån. Størrelsen på kapitalutgiftene avhenger ofte av hvilken bransje selskapet opererer i. Noen av de mest kapitalkostnadskrevende bransjene er olje, bank og telekommunikasjon, .

CapEx og avskrivninger er poster som er lette å finne i årsregnskapet til alle selskaper på Oslo børs. Men det finnes noen fallgruver i kalkulering av disse tallene. Et problem er at bedrifter ofte ikke har jevne utgiftperioder. Det vil si at ett år kan bedriften ha investert mange millioner på utstyr eller oppkjøp av andre bedrifter, mens et de to neste årene kan være helt uten investeringskostnader. Denne ujevnheten kan gjøre det vanskelig å predikere fremtidig CapEx. Vi vil derfor normalisere disse kapitalutgiftene igjennom å finne et historisk gjennomsnitt. Det er også viktig at vi ikke skiller mellom interne og eksterne investeringer. Interne investeringer er ofte kategorisert som CapEx i regnskapene, der eksterne investeringer er oppkjøp av andre selskaper. Andre viktige momenter som må legges til CapEx er forskning og utvikling samt leie- og leasing kontrakter. Avskrivninger på leasing kontraktene må legges til avskrivningsposten da dette ikke gjøres automatisk av bedriftene i årsrapporten, (Damodaran 2001).

Vi har beregnet CapEx på flere ulike måter. Den første måten vi skal vise, er metoden som blir beskrevet over. Begrensningene her er at vi ikke har tallene for leasing for 2014. Det er på grunn av at de ikke har gitt ut årsmeldingen før mai 2015.

	2009	2010	2011	2012	2013
Investeringer i utstyr etc	kr 389 400	kr 454 647	kr 736 268	kr 719 134	kr 941 791
Oppkjøp andre selskaper	kr 40 728	kr 39 558	kr 49 143	kr 45 126	kr 31 328
Forskning og utvikling	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
leie, leasingkontrakter	kr 38 802	kr 48 172	kr 15 811	kr 51 858	kr 15 831
Sum	kr 468 930	kr 542 377	kr 801 222	kr 816 118	kr 988 950
Avskrivning på leasing 20%	kr 7 760	kr 9 634	kr 3 162	kr 10 372	kr 3 166
Avskrivning	kr 465 535	kr 498 290	kr 507 749	kr 545 650	kr 619 015
Sum	kr 473 295	kr 507 924	kr 510 911	kr 556 022	kr 622 181
Sum CapEx (sum - sum)	-kr 4 365	kr 34 453	kr 290 311	kr 260 096	kr 366 769
Sum CapEx (sum - avskrivninger)	kr 3 395	kr 44 087	kr 293 473	kr 270 468	kr 369 935
CapEx som % av DK (sum - sum)	-0,04 %	0,27 %	2,39 %	2,20 %	2,96 %
CapEx som % av DK (sum - avskr)	0,03 %	0,35 %	2,41 %	2,29 %	2,98 %

Tabell nr.28 CapEx 1

En annen måte å regne CapEx på, er kun å ta hensyn til kjøp av varige driftsmidler og oppkjøp av aksjer i andre selskaper. Her tar vi i tillegg hensyn til salg av varige driftsmidler. Derfor vi får så lav CapEx i forhold til omsetning. Salgene av varige driftsmidler er også grunnen til at vi får en negativ CapEx i 2014. Vi mistenker at det kommer tilleggsopplysninger om oppkjøp i 2014 når den endelige årsmeldingen kommer. Vi er derfor skeptisk til validiteten til denne utregningen.

CapEx	2010	2011	2012	2013	2014
Kjøp av varige anleggsmidler	kr 454 647	kr 736 268	kr 719 134	kr 941 791	kr 994 489
Oppkjøp av aksjer andre selskap	kr 911 079	kr 125 853	kr 107 555	kr 1 139 493	kr 64 418
Salg av varige anleggsmidler	-kr 658 684	-kr 25 321	-kr 61 982	-kr 169 269	-kr 1 191 035
Avskrivninger	-kr 498 290	-kr 507 749	-kr 508 186	-kr 579 157	-kr 630 307
CapEx	kr 208 752	kr 329 051	kr 256 521	kr 1 332 858	-kr 762 435
CapEx som % av omsetning	1,64 %	2,71 %	2,30 %	10,53 %	-5,32 %

Tabell nr.29 CapEx 2

I boken sin fra 2012 gir Damodaran et annet estimat på hvordan vi skal beregne CapEx.

Netto CapEx	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kjøp av varige anleggsmidler	kr 389 400	kr 454 647	kr 736 268	kr 719 134	kr 941 791	kr 994 489
Oppkjøp	kr -	kr 911 079	kr 125 853	kr 107 555	kr 1 139 493	kr 64 418
Avskrivninger	-kr 477 794	-kr 498 290	-kr 507 749	-kr 508 186	-kr 579 157	-kr 630 307
CapEx	-kr 88 394	kr 867 436	kr 354 372	kr 318 503	kr 1 502 127	kr 428 600
CapEx som % av omsetning	-0,78 %	6,81 %	2,91 %	2,85 %	11,87 %	2,99 %
Gjennomsnitt 2010-2014	5,49 %					

Tabell nr.30 CapEx 3

Vi har valgt å gjøre et gjennomsnitt for årene 2010-2014 fordi vi mangler datagrunnlag på oppkjøp gjort i 2009. Dette har medført en negativ kapitalkostnad for året, noe som virker merkelig basert på virksomhetens andre tall i perioden. Vi mangler også et endelig tall for oppkjøp gjort i 2014, så tallene er ikke nødvendigvis helt nøyaktig for 2014, (Damodaran 2012a). Vi har valgt å forkaste også denne tilnærmingen til CapEx og heller tatt utgangspunkt i følgende tall i forhold til utregningen:

	2010	2011	2012	2013	2014
Capex	kr 454 647	kr 736 268	kr 719 134	kr 941 791	kr 994 489
Salg varige driftsmidler	kr 109 240	kr 25 321	kr 26 615	kr 153 724	kr 78 725
Justert Capex	kr 345 407	kr 710 947	kr 692 519	kr 788 067	kr 915 764
Avskrivninger	kr 498 290	kr 507 749	kr 508 186	kr 579 157	kr 630 307
Netto Capex	-kr 152 883	kr 203 198	kr 184 333	kr 208 910	kr 285 457

Tabell nr.31 CapEx for oppgaven

Vi har hatt negativ CapEx i 2010, og stabile tall for resten av perioden. Vi skal bruke denne tabellen i videre beregninger. For eksempel under beregningen av FCFE og FCFE.

6.2 Arbeidskapital

Under den strategiske analysen forklarte vi hvor lang tid og ressurser som går inn i å etablere seg i oppdrettsbransjen. Disse ressursene kalles arbeidskapital og består av forskjellen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden. Non cash arbeidskapital er den andre delen av reinvesteringraten og er kontantene som avsettes for å dekke kapitalbehovet. Denne posten representerer periodevis endring i arbeidskapitalen til bedriften. En økning representerer utgående kontantstrømmer og en nedgang representerer inngående kontantstrømmer. Denne posten kan observeres som den er i bedriftens regnskap. (Damodaran 2001)

Arbeidskapital kan være et mål på selskapets effektivitet og kortsiktige finansielle situasjon. I tabellen under har vi utført utregning på arbeidskapitalen og ”non cash”- arbeidskapital.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Totale eiendeler	kr 6 150 951	kr 8 083 619	kr 7 259 124	kr 8 192 621	kr 10 312 592	kr 9 250 408
Konter og kontantekvivalenter	kr 1 623 616	kr 2 810 554	kr 2 382 938	kr 2 162 261	kr 1 443 314	kr 2 198 148
Noncash totale eiendeler	kr 4 527 335	kr 5 273 065	kr 4 876 186	kr 6 030 360	kr 8 869 278	kr 7 052 260
Total gjeld	kr 2 872 590	kr 3 029 559	kr 3 221 496	kr 2 939 168	kr 3 514 671	kr 3 595 973
Annen kortsiktig gjeld	kr 551 635	kr 624 224	kr 562 753	kr 452 458	kr 1 025 839	kr 1 060 233
	kr 2 320 955	kr 2 405 335	kr 2 658 743	kr 2 486 710	kr 2 488 832	kr 2 535 740
Arbeidskapital	kr 3 278 361	kr 5 054 060	kr 4 037 628	kr 5 253 453	kr 6 797 921	kr 5 654 435
"Noncash" arbeidskapital	kr 2 206 380	kr 2 867 730	kr 2 217 443	kr 3 543 650	kr 6 380 446	kr 4 516 520
Endring i "noncash" arbeidskapital		kr 661 350	-kr 650 287	kr 1 326 207	kr 2 836 796	-kr 1 863 926
Inntekter	kr 11 237 313	kr 12 496 530	kr 12 029 060	kr 11 004 909	kr 12 657 884	kr 14 344 177
Endring i inntekter		kr 1 259 217	-kr 467 470	-kr 1 024 151	kr 1 652 975	kr 1 686 293
Endring i "noncash" arbeidkap. i % av inntekter		22,95 %	18,43 %	32,20 %	50,41 %	31,49 %
		kr 391 557	-kr 145 361	-kr 318 463	kr 513 998	kr 524 358

Tabell nr.32 Arbeidskapital

Vi ser at arbeidskapitalen har utgjort i gjennomsnitt 31,09% av inntektene Austevoll Seafood har hatt de siste fem årene.

6.3 Oppsummering av reinvesteringer

I dette kapitlet har vi tatt for oss netto kapitalkostnader og ”non cash”-arbeidskapitalen for Austevoll Seafood. Grunnen til at vi har gjort dette er fordi vi trenger å ta vekk disse tallene før vi kalkulerer verdien av de fremtidige frie kontantstrømmene som vi skal finne verdien av selskapet fra. Vi har med dette funnet et godt gjennomsnitt for kapitalutgiftene og arbeidskapitalen og fått grunnlag for å lage prognoser for fremtiden.

7. Avkastningskrav beregnet for CAPM og WACC

Målet med dette kapitlet er å utarbeide et avkastningskrav for kapitalen til Austevoll Seafood. Avkastningskravet vil være et produkt av WACC og CAPM som skal forklares senere i kapitlet. Men før vi forklarer hva WACC er så er det viktig å forstå hva kapitalkostnader er. Kapitalkostnaden ønsker å forklare hvilken avkastning vi ville fått ved investering andre steder. Det vil si at kapitalkostnader er en alternativkostnad. Vi vet altså to viktige ting om kapitalkostnaden, den baserer seg på forventet avkastning og den er en alternativkostnad. (Young and O'Byrne 2001a)

7.1 WACC

WACC er en kalkulasjon av kapitalkostnadene til en bedrift. Den tar utgangspunkt i å proporsjonalt vekte alle de ulike kapitalkategoriene til en bedrift. Alle kapitalkilder, det vil si felles aksjer, preferanseaksjer, obligasjoner og annen langsiktig gjeld, er inkludert i WACC-beregningen. Målet med beregningen er å kunne sette et avkastningskrav for en bedrift og formelen er:

$$WACC = \frac{D}{D + E} \times K_d + \frac{E}{D + E} \times K_e$$

D = Total gjeld

E = Total Egenkapital

K_e = Egenkapitalkostnaden

K_d = Gjeldskostnaden

Formel nr.2 WACC

Vektingen for gjeld og egenkapital, (K_d) og (K_e), er basert på markedsverdier og ikke bokverdier. Grunnen til at vi bruker markedsverdier, og ikke bokverdier, er at vi ønsker å se på hvor mye det vil koste bedriften å anskaffe kapitalen i dag. Det gir markedsverdier et godt estimat på. Gjeldskostnadene er den satsen bedriftene betaler långiverne sine før skatt. Om det er flere långivere med forskjellige satser til en bedrift, er raten som blir brukt i WACC et vektet gjennomsnitt av disse satsene. De fleste punktene til å beregne WACC er derfor observerbare eller tilnærmet observerbare, og kan lett finnes. Den eneste store utfordringen i å beregne WACC er å finne egenkapitalkostnadene. Måten vi finner egenkapitalkostnadene på er å observere kapitalmarkedets atferd. Modellen vi skal bruke kalles kapitalverdimodellen (CAPM), og forklarer hvordan kapitalmarkedene priser aksjer og andre risikable aktiva. (Boye and Koekebakker 2006; Young and O'Byrne 2001a)

7.2 The Capital Asset Pricing Model (CAPM) – Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen ble uavhengig av hverandre utviklet av professorene Sharpe og Lintner på henholdsvis Stanford University og Harvard University. Den er logiske slutninger og konklusjoner til tidligere teorier utviklet av James Tobin og Harry Markowitz på tidlig 1950-årene. Det Sharpe og Lintner gjorde var å legge til et risikofritt element i miksen av risikoelementer. De konkluderte dermed at det var bedre for investorer på alle risikonivåer å ha en veldig diversifisert portefølje sammen med et risikofritt aktivum. På denne måten får man høyere forventningsverdier for alle risikonivåer. Grunnen til at høyere forventningsverdier er viktig er at kapitalverdien tar utgangspunkt i at investorene trenger kompensasjon for to byrder de er nødt til å bære. Den første byrden er de må vente på avkastningen på investeringene sine. Kompensasjonen er da *prisen over tid* som reflekteres igjennom en markedsrente på lave og nullrisiko aktivum. Den andre byrden de skal kompenseres for er at de er nødt til å eksponere kapitalen sin for risiko. Kompensasjonen er da markedets risikopremie som skal presenteres senere i kapitlet. Generelt kan vi si at økonomiske modeller er forenklete syn på virkeligheten, vi må forenkle for å kunne analysere hva som skjer rundt oss. Matematisk kan dette formuleres på følgende måte. (Brealey, Myers, and Allen 2014; Young and O'Byrne 2001b; Damodaran 2008; Neale and McElroy 2004)

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)$$

$E(R_i)$ = Forventet avkastning på egenkapitalen.

r_f = Risikofri rente.

β_i = Beta – sensitivitet i forhold til markedet.

$E(R_m)$ = Forventet avkastning i markedet.

$E(R_m) - r_f$ = Markedets risikopremie

Formel nr.3 Kapitalverdimodellen CAPM

Logikken bak formelen er ganske enkel. Forventet avkastning på et risikabelt aktiva er det samme som avkastningen på en risikofri investering pluss en risikopremie. Risikopremien er det samme som markedets risikopremie, som reflekterer prisen som aksjonærene betaler i aksjemarkedet, justert for beta. Der beta representerer bedriftens risikofaktor. (Young and O'Byrne 2001b)

7.3 Risikofri rente og markedets risikopremie

Den risikofrie renten bygger på de lengste statsobligasjonsrentene vi kan få i landet vi er i, eller kan investere risikofritt i. I en undersøkelse gjort av PwC Norge bruker 50% av respondentene 10 års statsobligasjon som risikofri rente i beregningen av avkastningskravet. Vi ser denne undersøkelsen som valid og velger derfor 10 års statsobligasjon i Norge som den risikofrie renten, (PwC 2014). For vår del var det i januar 2015 en gjennomsnittlig rente på 1,45%. Vi ser på denne som ekstrem lav og har også regnet et gjennomsnitt for de siste fem årene som ble 2,97%, og snittet for 2014 som ble 2,52%. Vi velger å bruke snittet for de siste fem årene på 2,97% i våre videre kalkulasjoner.

I kapitalverdimodellen vil investorene fordele sine investeringer mellom en aksje/aksjefond med forventet avkastning og risikofrie plasseringer. Aksjefondet prøver å kopiere børsens avkastningstrend mens de risikofrie plasseringene vil være det samme som den lengste statsrenten. Investor er risikoavers og ønsker kompensasjon for aksjens eller portefølgens risiko. Denne kompensasjonen kalles markedets risikopremie. (Gjesdal and Johnsen 1999b) I følge Bennett G. Stewart er det en selvfølge at det skal utbetales en risikopremie på aksjer. Grunnen til dette er at aksjer har en åpenbar større risiko og variasjon enn det andre verdipapirer har. Har aksjeeierne blitt kompensert for denne risikobæringen? Over en lang periode ble aksjonærene kompensert for å bære risiko på rundt 5% ekstra avkastning om man sammenligner med andre verdipapir. Markedets risikopremie svarer dermed på spørsmålet: Hvor mye mer enn den risikofrie renten kan jeg regne med i avkastning på denne investeringen? (Pignataro 2013; G. Stewart 1991)

Det har vært en del debatt om hvordan man skal estimere markedspremien i forhold til for eksempel egenkapitalkostnaden (cost of equity). Ofte brukes 5% pluss minus en eller to, men mange økonomer mener å vite at markedspremien er mye lavere enn dette. James Glassman og Kevin Hassett har for eksempel uttalt at markedspremien egentlig er 0%, noe som kom helt tilbake i 1999. I følge Glassman og Hassett er det mange grunner til at vi markedets risikopremie beveger seg mot 0% (om den ikke allerede er der):

- Bedre informasjon om markedene – de som investerer har mer informasjon om bedriftene på grunn av økt mediedekning og økt informasjon.

- Veksten av utsatt skattefordeler – dette har tvunget frem flere langsiktige investeringer, og dess lengre eierperioden på en aksje er jo sikrere er den.
- Aksjonærenes press på bedriftene – har ført til en generell restrukturering som med noen unntak har gjort bedriftene mer forberedt på nedgangstider og resesjon.

Om Glassman og Hasset har rett vil det være det føre til en stor oppsving for aksjeinvesteringer, men det er mange faktorer som ikke stemmer overens med deres syn på markedet og variablene som medfølger. De tar ikke med at mange investorer har veldig mye kortere investeringsperioder enn det de legger til som grunnlag, og aksjekursen på en kort til medium periode kan avgjøre mye for en som sparer til pensjonen sin igjennom aksjeportofølger. I PwC Norges undersøkelse kommer det frem at de fleste bruker en risikopremie på 5%. Vi legger undersøkelsen til grunn i videre regning og kommer til å bruke en risikopremie på 5% i denne oppgaven. (PwC 2014)

7.4 Beta

Ovenfor har vi diskutert markedets risikopremie og forklart hvorfor vi har satt den til 5%, men risiko må også skaleres opp eller ned i forhold til hvert enkelt selskap. Denne skaleringen av risiko kalles betaverdier, og kan dateres tilbake til 1960-tallet da behovet for å tallfeste risiko begynte å bli viktig.

Beta er et mål på volatilitet eller systematisk risiko av et verdipapir eller en portefølje i forhold til et marked som helhet. Beta forteller hvor mye en aksjes pris avhenger av det aksjemarkedet den opererer i og brukes blant annet i kapitalverdimodellen (CAPM) som et mål på den systematiske risikoen. Som et eksempel kan man si at hvis en gjennomsnittlig aksje har en beta tilnærmet $\beta = 1$ som vil si at aksjekursen på den bestemte aksjen korrelerer perfekt i forhold til markedet. I en slik situasjon vil aksjens risiko være lik markedets risiko (for eksempel OSEBX). Om beta hadde vært 0,5 ville aksjekursen fortsatt vært avhengig av indekskursen, men ikke i like stor grad. Hadde beta vært 2 ville den ha variert enda mer, men fortsatt være tilknyttet indekskursen, (G. Stewart 1991; Gjesdal and Johnsen 1999b; DePamphilis 2012; Brigham and Ehrhardt 2011a)

Beta kan i følge Gjesdal og Johnsen bli definert som:

$$\beta = \frac{\text{Investerings markedsrisiko}}{\text{Representativ markedsrisiko}} = \frac{\text{Korr}(r, r_m) \times \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_m)}$$

Formel nr.4 Beta

Vi ønsker å finne egenkapitalbetaen for Austevoll Seafood og velger derfor å benytte oss av denne formelen som beskrevet over. Vi har valgt siste åpningsdag i måneden de siste fem årene som utgangspunkt for vår utregning. Datasettet har vi lastet ned fra Oslo børs og vi skal videre beskrive de ulike periodene vi har regnet beta for.

Vi har ønsket å regne beta i forhold til flere perioder for å se på forskjeller før vi velger hvilken betaverdi vi ønsker å bruke. Vi skal først se på en regresjonsutregning vi gjorde for fem år. Grunnen til at vi har startet med regresjon er å se på hvor mye av betaverdien til Austevoll Seafood som kan forklares av endringer på Oslo børs. Dette er en vanlig måte å regne beta på, men vi skal bare vise dette før vi regner beta etter formelen over.

Beregning av en lineær sammenheng mellom to variabler kalles en bivariat regresjonsanalyse. Regresjonen har som hensikt å beskrive sammenhengen mellom den avhengige variabelen og den uavhengige variabelen. Der den avhengige variabelen er den vi ønsker å vite noe om og den uavhengige variabelen er den som skal beskrive den avhengige.

Vi har brukt SPSS for å utføre regresjonen.

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,554280618
R-kvadrat	0,307227004
Justert R-kvadrat	0,296053246
Standardfeil	0,076835791
Observasjoner	64

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,162325691	0,162325691	27,49540516	2,01561E-06
Residualer	62	0,366031808	0,005903739		
Totalt	63	0,528357499			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00898625	0,009783933	-0,918470144	0,361932199	-0,028544054	0,010571553	-0,028544054	0,010571553
X-variabel 1	1,13139675	0,215766921	5,243606121	2,01561E-06	0,70008482	1,562708681	0,70008482	1,562708681

Tabell nr.33 Betaregresjon

I perfekt lineær regresjon ligger alle observasjonene på linje og vi vet hva b_0 og b_1 er. På grunn av at det er forskjell i aksjeprisene og indekser må vi her ta for oss det som kalles minste kvadraters metode. Dette vil si at vi først må finne det som kalles residualer og deretter kvadrere disse. Residualer er restledd eller avvik fra regresjonslinjen. Etter vi har kvadrert alle residualene og summert disse for vi residualenes kvadratsum. I følge denne regresjonen har vi en beta på 1,13. Det vil si at Austevoll Seafood reagerer litt mer enn Oslo børs ved endringer. Denne regresjonen vil si at vi bør ha en beta rundt 1, noe som er et langsiktig mål for beta.

Vi skal nå bruke formelen for beta vi har forklart i starten av dette underkapittelet til å regne ut femårig månedlig, femårig daglig og femårig årlig beta.

$$5 \text{ årig daglig beta} = \frac{0,492 \times 0,020}{0,012} = 0,834$$

$$5 \text{ ukentlig beta} = \frac{0,590 \times 0,046}{0,028} = 0,984$$

$$5 \text{ årig månedlig beta} = \frac{0,509 \times 0,442}{0,089} = 1,030$$

$$5 \text{ årig beta} = \frac{0,496 \times 0,015}{0,009} = 0,843$$

I tillegg til disse fire betaverdiene vi har regnet selv har vi også sett på e24.no sitt beta estimat for Austevoll Seafood. Vi skal oppsummere alle betaverdiene vi har regnet ut i en tabell. I tabellen har vi også gjort en glattingsteknikk der vi tar to tredjedeler av estimatet addert med en tredjedel. Vi kaller dette justert beta og under skal vi vise hvordan vi har regnet justert beta for fem årig.

$$\text{Justert beta femårig måntlig} = \frac{2}{3} \times 1,030 + \frac{1}{3} = 1,020$$

Vi ser at på denne måten vi justere betaverdien mot 1, som er det som beta vil gå mot på lang sikt.

	5 år månedelig	5 år daglig	5 årig	5 år mån. Reg. E24.no	1 år daglig
Beta	1,03	0,834	0,843	1,131	0,73
Justert beta	1,02	0,889	0,889	1,087	0,82

Tabell nr.34 Betaverdier

Vi har valgt å bruke den femårige månedlige regresjonsbetaen for videre regning, da vi føler at denne er det beste målet på risikoen for Austevoll Seafood.

7.5 Kritikk til kapitalverdimodellen

Selv om kapitalverdimodellen er populær og har vært brukt siden tidlig på 1970 tallet har modellen opplevd kritikk. Den første til å kritisere modellen var Richard Roll. Som professor ved UCLA kritiserte han i 1977 kapitalverdimodellen for å aldri kunne testes ordentlig, grunnen til at dette var umulig begrunnet han med at markedsportofølgen kan inkludere alle risikable aktivum i universet. Rolls kritikk av kapitalverdimodellen blir referert til som "Rolls Critique" og konkluderer altså med at vi ikke kan vite sikkert om kapitalverdimodellen er riktig eller feil. Tidlig på 1990-tallet skrev Fama og French et par artikler som satte tvil til validiteten til kapitalverdimodellen. De viste til at sammenhengen mellom gjennomsnittlig aksjeavkastning og beta var svak i perioden 1941 til 1990 og ikke eksisterende i perioden fra 1963 til 1990. De argumenterte så for at aksjeavkastning har sammenheng med pris/fortjeneste (Price/Earnings) og markedsverdi satt opp mot bokverdi. (Fama and French 1992; Brigham and Ehrhardt 2011b; Fama and French 1993)

Gjesdal og Johnsen understreker at kapitalverdimodellen bør brukes med aktsomhet på selskaper som ikke er børsnoterte eller er mindre likvide (lite omsettelig) på børsen da det kan gi «for dårlige» estimeringer. (Gjesdal and Johnsen 1999a)

Som et alternativ til kapitalverdimodellen har forskere startet med utviklingen av nye modeller med mer beskrivende faktorer enn det beta er. Disse multi-faktormodellene tar høyde for at markedsrisiko ikke kan diversifiseres bort, noe kapitalverdimodellen tar som en selvfølge. Disse modellene kan være steg i riktig retning i forhold til utvikling av finansiell teori, men frem til disse modellen er ferdigstilte vil mange fortsette å bruke kapitalverdimodellen. (Brigham and Ehrhardt 2011b)

7.6 Oppsummering av CAPM

I løpet av dette kapitlet har vi utledet formlene for CAPM og WACC, der CAPM gir avkastningskravet for egenkapitalen og WACC gir avkastningskravet for totalkapitalen. Vi har også funnet beta, risikofri rente og markedets risikopremie. Vi skal begynne med å regne ut avkastningskravet for egenkapitalen, altså CAPM. Vi repeterer først formelen fra CAPM-kapitlet.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)$$

$$E(R_i) = 2,97\% + 1,087(0,05) \rightarrow E(R_i) = 8,41\%$$

Vi får et avkastningskrav på 8,41% som reflekterer hvilken avkastning investorene kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen til samme risiko som investeringen.

7.7 Egenkapitalkostnad

Kapitalverdimodellen (CAPM) er kun en måte å finne avkastningskravet for egenkapitalen på. En annen måte å finne avkastningskravet for egenkapitalen på er å beregne egenkapitalkostanden.

$$k_e = r_f + (ERP \times \beta)$$

Formel nr.5 Egenkapitalkostnad

Equity Risk Premium (heretter ERP) for å . ERP er forskjellen mellom markedets avkastning over en periode og den gjennomsnittlige risikofrie renten i samme periode. Vi har beregnet markedets avkastning over de siste fem årene til å være 9,5%. Videre har vi funnet at den risikofrie renten i samme periode var 2,97%.

$$ERP = 9,5\% - 2,97\% = 6,53\%$$

Videre har vi regnet beta til å være 1,131 og justert beta til å være 1,087 i betakapittelet. Vi får da altså at egenkapitalkostnaden er:

$$k_e = 2,97\% + (6,53\% \times 1,131) = 10,35543 \approx 10,36\%$$

$$\text{Med justert beta så er } k_e = 2,97\% + (6,53\% \times 1,087) = 10,06811\% \approx 10,07\%$$

Vi har valgt å bruke dette estimatet for avkastning på egenkapitalen i dividendemodellene. Dette er fordi vi føler denne metoden har mer sannsynlige verdier enn det vi har regnet ut på CAPM, vi deler også opp de ulike egenkapitalkostnadene i forhold til kortsiktighet og langsiktighet og velger å bruke 10,36% for perioder med høy vekst og 10,07% for perioder med stabil vekst. Dette vil komme bedre frem når vi skal regne dividendemodellen med to og tre perioder med vekst.

7.8 Gjeldskostnad

Selv om egenkapital er en viktig og uunnværlig ingrediens for finansieringen av et selskap, har de fleste deler eller større deler av sin finansiering gjennom gjeld og som en kombinasjon av egenkapital og gjeld. Gjeldskostnadene kan variere fra år til år basert på makroøkonomiske forhold og selskapets finansielle tilstand. Gjeldskostnaden måler den nåværende kostnaden et selskap har for å finansiere sin drift eller andre prosjekter ved hjelp av gjeld. Gjeldskostnaden bestemmes av 3 variabler;

- Risikofri rente – Hvis den risikofrie renten øker, økes også gjeldskostnaden.
- Rentemargin – Bankenes margin mellom inn,- og utlånsrente.
- Skatt – Rentekostnader på gjeld gir fradrag på skatten noe som betyr at gjeldskostnaden også er en funksjon av skattesatsen, (Damodaran 2012a).

Den risikofrie renten baserer seg på statens 10-årige statsobligasjonsrente. Det vi har gjort er å gjøre et 5 års gjennomsnitt av renten slik at det best passer med perioden som analyseres (2009-2014).

Når vi har beregnet rentemarginen har vi tatt utgangspunkt i siste rentereguleringsmelding publisert av selskapet selv hos Oslo Børs. Som nevnt gir rentekostnader på gjeld fradrag på skatten. Norge har i dag en flat bedriftsskatt på 27 %. Formelen for å beregne gjeldskostnaden er følgende;

$$\text{Pre gjeldskostnad} = \text{Risikofri rente} + \text{Rentemargin}$$

$$\text{Pre gjeldskostnad} \times (1 - \text{skatterente}) = \text{Gjeldskostnad}$$

Formel nr.6 Gjeldskostnad

Dette gir følgende beregninger i vår oppgave;

$$\text{Pre gjeldskostnad} = 2,97 \% + 4,00 \% = 6,97 \%$$

$$6,97 \% \times (1 - 27\%) = \mathbf{5,0881 \%}$$

7.9 WACC-beregning

Videre vil det være nødvendig å finne avkastningskravet for totalkapitalen og dette skal gjøres via en WACC-beregning. Vi repeterer først formelen fra WACC-kapittelet.

$$WACC = \frac{D}{D + E} \times K_d + \frac{E}{D + E} \times K_e$$

Vi skal i beregningen av FCFF i verdsettelseskapittelet senere bruke WACC som diskonteringsrate. Vi har derfor behov for å ha en WACC for perioder med høy vekst og en for stabil vekst. Vi bruker den justerte egenkapitalkostnaden for den stabile vekstperioden og den ikke-justerte egenkapitalkostnaden for periodene med høy vekst. Forskjellen på disse estimatene er beta og justert beta fra tidligere i kapittelet.

$$WACC_{\text{Høy vekst}} = \frac{10\,983\,891}{23\,343\,997} \times 5,09\% + \frac{12\,360\,106}{23\,343\,997} \times 10,36\% = 7,88$$

$$WACC_{\text{Stabil vekst}} = \frac{10\,983\,891}{23\,343\,997} \times 5,09\% + \frac{12\,360\,106}{23\,343\,997} \times 10,07\% = 7,73$$

I beregningen av WACC tar man utgangspunkt i elementer som vektingen av total gjeld og egenkapital i forhold til totalkapitalen, gjeldskostnaden og egenkapitalkostnaden. Vektingen av gjelden og egenkapitalen beregnes ved å se hvor mye av totalkapitalen som er egenkapital og hvor mye av totalkapitalen som er gjeld. Gjeldskostnaden og egenkapitalkostnaden er beregnet i egne kapitler.

Det vi sitter igjen med er Weighted Average Cost of Capital (WACC) eller vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad oversatt til norsk. Det den sier oss er hva kostnaden selskapet må betale i gjennomsnitt basert på alle sine ulike kilder til finansiering. På generelt grunnlag kan man si at selskap som regel har en kombinasjon av egenkapital og gjeld og at kostnaden for de ulike finansieringskildene er ulik. Oppsummert gir WACC-tallet oss totalkapitalens gjennomsnittlige totale kostnad, (Damodaran 2012a).

8. Vekst

For å finne verdien av et selskap eller en eiendel ser vi på de diskonterte fremtidige kontantstrømmer, som forklares nærmere i kapittel 9. For å gjøre en god fremtidspredikasjon på kontantstrømmene må vi derfor gi et anslag på vekstfaktoren til selskapet, og på den måten blir vekst den viktigste egenskapen vi er nødt til å bruke når vi skal verdsette et selskap.

I følge Aswath Damodaran kan et selskap være verdifullt av to grunner. Den første grunnen er at selskapet har kjøpt seg eiendeler som generer verdi, eller kontantstrømmer, for bedriften. Den andre grunnen er at det er ventet at bedriften skal anskaffe seg eiendeler som generer fremtidige verdier for selskapet. Og det er særlig viktig for ”high growth” selskaper å bli verdsatt på bakgrunn av sin vekst og ikke bare på bakgrunn av det som står oppført i regnskapet og balansen.

8.1 Historisk vekst

Når man forsøker å anslå forventet vekst i inntekter er det naturlig å se bakover i tid på de historiske tallene for selskapet. Vi ser altså på hvordan bedriften har utviklet seg i forhold til inntjening og omsetning de siste årene. Det er ikke sikkert at disse historiske tallene vil være gode nok indikasjoner for hvordan veksten til selskapet vil være, men det er et godt utgangspunkt. Vi har for eksempel brukt den historiske veksten i noen av modellene våre i kapittel 9. Vi har valgt de fire faktorene salgsinntekt, EBIT, årsresultat og EBITDA i den historiske vekstanalysen vår, (Damodaran 2012a).

Det er i følge Aswath Damodaran kan det oppstå problemer til hvordan man skal analysere de historiske tallene, og det største problemet er at gjennomsnitt kan regnes på flere ulike måter. Forskjellig utregning gir også ulike resultater på hvilken historisk vekst selskapet har hatt. Det er i hovedsak to ulike måter å regne gjennomsnitt på. Det aritmetiske –og geometriske gjennomsnittet. (Damodaran 2012b)

Det aritmetiske gjennomsnittet eller bare ”gjennomsnitt” er middelverdien av alle observasjonene. Matematisk kan dette uttrykkes som:

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{n}$$

Formel nr.7 Aritmetisk gjennomsnitt

Det geometriske gjennomsnittet måler mer nøyaktig faktisk vekst og tar hensyn til endringene for periodene vi målet. Matematisk kan dette uttrykkes som:

$$\overline{X_{Geo}} = \sqrt[n]{\sum_{i=1}^n X_i}$$

Formel nr.8 Geometrisk gjennomsnitt

Ut i fra Excelmodellen vår har vi regnet både det geometriske og det aritmetiske gjennomsnittet av endringene.

Ar	Salgsinntekt	% Endring	EBIT	% Endring	Årsresultat	% Endring	EBITDA	% Change
2008	kr 4 088 395							
2009	kr 11 324 609	176,99 %	1 442 493		987 949		1 921 695	
2010	kr 12 744 751	12,54 %	1 983 775	37,52 %	1 766 080	78,76 %	2 540 827	32,22 %
2011	kr 12 161 571	-4,58 %	1 533 434	-22,70 %	526 664	-70,18 %	2 045 773	-19,48 %
2012	kr 11 170 879	-8,15 %	636 027	-58,52 %	641 806	21,86 %	1 170 071	-42,81 %
2013	kr 12 657 884	13,31 %	1 711 395	169,08 %	1 603 068	149,77 %	2 380 092	103,41 %
2014	kr 14 344 177	13,32 %	1 855 768	8,44 %	1 000 671	-37,58 %	2 516 189	5,72 %
Geometrisk gjennomsnitt		23,27 %		3,48 %		0,21 %		5,54 %
Aritmetisk gjennomsnitt	kr 12 400 645	33,91 %		26,76 %		28,53 %		15,81 %
Gjennomsn. 2012-2014	kr 12 724 313	6,16 %		39,66 %		44,69 %		22,11 %

Tabell nr.35 Historisk vekst

Vi ser at det er store forskjeller på å regne gjennomsnittet geometrisk og aritmetisk. En av hovedgrunnene til at endringen fra 2008 til 2009 var at sjømatnæringen kom sterkt ut av finanskrisen som startet i 2008. Vi har derfor også tatt et gjennomsnitt for de siste tre årene, for å sammenligne med øvrige gjennomsnitt. Som forventet er det geometriske gjennomsnittet bedre på å estimere faktisk vekst, og er derfor lavere enn det aritmetiske gjennomsnittet på alle de faktorene vi måler.

Vi kan også lese av tabellen at det er større sammenheng mellom veksten i salgsinntekter for hvert år enn det er for EBIT, EBITDA og årsresultatet. Dette har med at korrelasjonen på salgsinntekter over tid er mye høyere enn resultat og inntjening er over tid. (Damodaran 2012b)

8.2 Fundamental vekst

I verdsettelse er målet å finne ut om et objekt (eks. et aksjeselskap) er priset «feil» ut ifra bedriftens kontantstrøm, vekst og risiko. Det man ofte gjør er å sammenligne et selskap med andre lignende selskaper eller opp imot markedet det opererer i.

I verdsettelsesprosessen finner man ulike veksttall og nøkkelfaktorer som man sammenligner med lignende firma eller bransje. Slike nøkkeltall kan være alt fra forventet vekst i EBIT eller reinvesteringsrenten.

Deler av analysen som presenteres nedenfor er med på å gi informasjon i FCFF verdsettelsesmodellene og med både historiske data og estimer fra analytikere kan vi si at fundamental vekst er en eksogen variabel. En eksogen variabel er en variabel som påvirker et bestemt utfall uten å bli styrt av utfallet i retur. I tilfellet med fundamental vekst er dette noe

som påvirker verdi, men er adskilt fra de operative variablene i bedriften. Den beste måten å inkludere vekst i verdier på er å gjøre de eksogene variablene om til endogene variabler slik at bedriften kan gjøre handlinger som opprettholder denne veksten. (Damodaran 2012b)

Vi har valgt å se på "return on capital" (heretter ROC), reinvesteringer og kapitalkostnader for å anslå langsiktig og kortsiktig fundamental vekst. Return on Invested Capital presenteres også nederst.

ROC	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bokført gjeld	9 195 726	9 931 374	9 374 877	9 249 796	11 220 165	10 983 891
Bokført egenkapital	7 095 483	9 110 861	9 199 608	9 399 809	11 464 191	12 360 106
Bokførte eiendeler	16 291 209	19 042 235	18 574 485	18 649 605	22 684 356	23 343 997
Rapporterte driftsinntekter etter skatt	1 038 595	1 428 318	1 104 072	457 939	1 232 204	1 354 711
ROC		8,77 %	5,80 %	2,47 %	6,61 %	7,26 %
Gjeld justert for operasjonelle leieavtaler	9 234 528	9 979 546	9 390 688	9 301 654	11 235 996	11 017 986
Justerte driftsinntekter etter skatt	8 153 718	9 176 221	8 756 331	8 043 033	9 113 676	10 471 249
Faktisk vekst		12,54 %	-4,58 %	-8,15 %	13,31 %	14,90 %
Justert ROC		56,19 %	45,87 %	43,26 %	48,73 %	46,13 %

Reinvesteringer:						
Net Capex	609 142	702 327	-203 198	-148 966	-193 365	826 853
Anskaffelser	389 400	454 647	736 268	719 134	941 791	994 489
Økning i operasjonelle leieavtaler	-11 677	9 370	-32 361	36 047	-36 027	18 264
Endring i ikke-kontant arbeidskapital i % av inntekter	41 252	588 760	-588 814	1 436 501	2 263 414	-1 898 320
Totalt reinvesteringer	1 028 117	1 755 104	-88 105	2 042 716	2 975 813	-58 714
Reinvesterings rate	12,61 %	19,13 %	-1,01 %	25,40 %	32,65 %	-0,56 %

Tabell nr.36 og 37 ROC og Reinvestering

Vi har ut i fra disse beregningene funnet forventet vekst i EBIT:

Forventet vekst i EBIT:						
Langsiktig fundamental vekst		7,09 %	8,77 %	-0,44 %	12,38 %	11,72 %
Kortsiktig fundamental vekst			-18,37 %	-5,68 %	12,64 %	12,64 %
Total fundamental vekst		7,09 %	-9,60 %	-6,11 %	25,01 %	24,35 %

Tabell nr.38 Forventet vekst i EBIT

ROIC								
EBIT(1-T)/Salg	12,74 %	15,57 %	12,61 %	5,69 %	13,52 %	12,94 %	12,94 %	12,94 %
Salg/Kapital	0,70	0,67	0,65	0,60	0,56	0,61	0,61	0,61
ROIC	8,85 %	10,42 %	8,26 %	3,41 %	7,54 %	7,95 %	7,95 %	7,95 %

Tabell nr.39 ROIC

Fundamental vekst er styrt av utviklingen og prognosene til fem hovedelementer.

Strategisk analyse

For å gjøre en god strategisk analyse må man først bli godt kjent med selskapets bransje, produkter, konkurrenter og lovverk for å nevne noe. Et viktig moment i den strategiske analysen er å danne seg et bilde av hvilke utfordringer og hvilke styrker bedriften har samt hvilke deler av selskapet som er verdiskapende.

Regnskapsanalyse

Informasjonen selskapet offentliggjør i form av kvartalsrapporter og årsrapporter må analyseres. Slik informasjon er offentlig tilgjengelig, da det er pålagt for et selskap som er notert på børsen. I tillegg til at selve tallene fra rapportene analyseres, står det mye nyttig i en rapport som selskapet presenterer. Markedsutsikter og viktige strategiske beslutninger inngår også i en årsrapport. Det viktigste som blir gjort i regnskapsanalysen er å skille mellom hva som er relevant og ikke relevant informasjon.

Estimering

Informasjonen som blir samlet inn og analysert i regnskapsanalysen og den strategiske analysen gir grunnlag for å komme med estimeringer og prognoser frem i tid.

Beregningsgrunnlaget kommer ofte igjennom veksttall, lønnsomhetsfaktorer og kontantstrøm, men også viktige strategiske beslutninger som oppkjøp eller nye produkter/tjenester.

Verdsetting

Basert på de tre foregående elementene (strategisk analyse, regnskapsanalyse, estimering) kan man verdsette selskapets egenkapital og balanse. Det finnes mange forskjellige modeller for verdsettelse av et selskap, blant annet dividendemodellen og free cashflow to equity-modellen.

Anbefaling

Når resultatene fra verdsettelsen er ferdig kan man være konkret om hvorvidt en aksje i selskapet er over,- eller underpriset og i så måte gi en anbefaling om kjøp eller salg av aksjen. Det kan også være slik at anbefalingen er hold, noe som ofte betyr at resultatet av verdsettelsen er at aksjen er riktig priset, (Penman 2013).

9. Verdsettelse

Vi skal i løpet av dette kapittelet vise og forklare verdsettelsesmetodene vi skal bruke. Det finnes mange måter å verdsette en bedrifts aksjer på, våre valg av metoder er basert på hva vi har lært i løpet av studietiden og de metodene som er relevante for fiskeindustrien. Vi skal basere den største delen av oppgaven på den inntjeningsbaserte tilnærmingen. Innledningsvis kan vi si at denne tilnærmingen tar for seg nåverdier basert på fremtidige diskonterte kontantstrømmer. De andre tilnærmingene vi ikke skal vie mye plass til er: Markedsbaserte tilnærminger, balansebaserte tilnærminger, kostnadsbaserte tilnærminger og opsjonsbaserte tilnærminger.

Markedsbaserte tilnærminger får verdien ved å sammenligne prising av like selskaper eller eiendeler i markedene. Justeringer gjøres i forhold til hva som er forskjell i kvalitet eller kvantitet med de sammenlignende selskapene, og på denne måten får vi ut "salgsverdien" av selskapet. (Kaldestad and Møller 2011)

Balansebaserte tilnærminger tar utgangspunkt i salg av eiendelene selskapet innehar adderer dette og får en markedsverdi av selskapet. Dette forutsetter at eiendelene er likvide nok til å kunne verdsette dem. Metoden tar heller ikke utgangspunkt i fremtidige operasjonelle aktiviteter eller andre mulige relevante verdiøkningfaktorer. Dette gjør at metoden ofte undervurderer prisen på en aksje eller bedrift/selskap. (Ibid)

Kostnadsbaserte tilnærminger baserer seg på gjenanskaffelseskostnaden av eiendelene. Kjøper er altså ikke villig til å betale mer for en eiendel enn det ville kostet å erstatte den. Eiendelene må avskrives og nedskrives til riktig verdi før den blir akseptert som riktig prisert og akseptabel for metoden. Problemene til metoden er blant annet at priser kan variere over tid og sammenhengen mellom virkelig verdi og kostpris er ikke alltid god nok. (Ibid)

Opsjonsbaserte tilnærminger bygger på rettighetene til å gjøre tiltak til noe, for eksempel en utvidelse, utsettelse eller stans av et prosjekt. Ved opsjonsbasert verdsettelse er verdien av et selskap nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk miljø i tillegg til verdien av opsjonene. (Ibid)

Grunnen til at vi har valgt den inntjeningsbaserte metoden er i første omgang tilgang på informasjon, tid til disposisjon og kravet til pålitelighet. Vi har tilgang til offentlig informasjon fra årsrapporter og kvartalsrapporter fra Oslo børs, i tillegg til bransjeinformasjon. Vi ser derfor det som vanskelig men greit å gjøre anslag på fremtidige kontantstrømmer. Vi har god tid til å gjøre våre analyser og trenger derfor ikke limitere oss til enkle metoder som tar kort tid. På grunn av god tid kan vi også forsikre oss om kvaliteten i våre metoder, på denne måten vil vi kunne knytte en stor grad til pålitelighet til analysene våre. (Ibid) Den inntjeningsbaserte metoden er en fellesbetegnelse på flere ulike metoder som skal brukes. Metodene vi skal bruke er: Discounted Dividend Model (DDM), dividende modell, Discounted Cash Flow (DCF), inntjeningsbasert metode, Free Cash Flow for Firm (FCFF) og Free Cash Flow to Equity (FCFE).

9.1 Verdsettelsesmyter

Verdsettelse er en disiplin som kan gjennomføres på flere ulike måter, og på grunn av dette har vi funnet frem til fire myter om verdsettelse, basert på Aswath Damodaran og hans bøker om verdsettelse. Vi skal gå igjennom disse mytene som er funnet for å se på hvordan dette vil påvirke oss som skal verdsette Austevoll Seafood.

Myte 1: På grunn av at verdsettelse er bygget på kvantitative data, er verdsettelse en objektiv disiplin.

Verdsettelse bygger på de kvalitative dataene som vil være lik for alle som skal gjøre en verdsettelse av en bedrift og på den måten kan man fortelle noe sikkert om for eksempel dagens resultater. Det som avkrefter myten om at verdsettelse er en objektiv disiplin er at vi bruker modeller for å predikere fremtidsverdier, og vår tilnærming til vekst for bedriften kan være veldig forskjellig fra de neste som skal gjennomføre en verdsettelse av samme bedrift.

På grunn av at verdsettelse er en individuell prosess er det viktig å være upartisk. Ved å ikke ha en egen vinning i å få en over eller undervurdering av selskapet kan man gjøre "den beste" vurderingen av den faktiske verdien av selskapet en ønsker å vurdere. For oss vil dette være greit fordi vi ikke har tatt noen posisjon i Austevoll Seafood, men er interessert i å finne ut om de er under eller overvurdert, uten å ha noen vinning uansett resultat. I situasjoner der noen har noe å vinne på å få en under eller overvurdering av et selskap bør en upartisk tredjepart komme inn for å gjøre verdsettelsen. Slike situasjoner oppstår for eksempel når ett selskap

skal kjøpe et annet selskap, eller når en investor har tatt en sterk posisjon i et selskap og lurert på hva verdien på posisjonen sin er.

Myte 2: En gjennomført og godt undersøkt verdsettelse er tidløs.

Enhver verdsettelse er avhengig av markedsinformasjon så vel som bedriftsspesifikk informasjon. Verdsettelsesmodellene vi skal se på senere i kapitlet viser de siste tallene fra Austevoll Seafood, i tillegg bruker vi informasjonen om markedene de opererer i. De bedriftsspesifikke tallene blir oppdatert kvartalsvis, og markedenes konstante informasjonsflyt må alltid oppdateres for å gjøre en best mulig verdsettelse.

En annen vesentlig faktor som avgjør hvor lenge verdsettelsen er gyldig er hvilken forretningsmodell selskapet har. Det har vist seg at bedrifter som har klart å få store mengder med brukere, men uten overskudd har slitt med å etablere seg over tid. Dette skjedde med flere bedrifter i slutten av 1990-tallet og starten på 2000-tallet. I forhold til vår verdsettelse er vi mest interessert i å se om teknologien utvikler seg slik at fisken holder seg uten lus og uten sykdommer.

Myte 3: En god verdsettelse gir et godt estimat på verdi.

På slutten av enhver verdsettelse uansett hvor detaljert og godt gjennomført vil det være tvil om fremtidstallene som mange av modellene (FCFF og FCFE) baserer seg på. Det er urealistisk å tro man kan gjøre en verdsettelse som får perfekte estimer på fremtidige kontantstrømmer og diskonteringsrenter. I tillegg spiller modenheten til bedriften inn i hvor gode estimer vi kan få. Er det en stor etablert bedrift med lang fartstid i en stabil bransje, vil verdsettelsen være mye bedre enn en verdsettelse av et relativt nytt selskap i en ung bransje.

For oss er bedriften i et slags mellomfase der bedriften, som alle andre i sjømatnæringen, har hatt stor vekst fra etter finanskrisen i 2008/2009 frem til i dag. Denne veldige oppgangen i hele sektoren har ført til at det er usikkert hvor raskt hver enkelt bedrift vil komme til å vokse de neste årene. Det er også mye politikk med viktige land som er usikkert, og verdsettelsene våre senere i kapitlet må sees i forhold til akkurat dette.

Myte 4: Jo mer kvantitativ en modell er, jo bedre er den.

Man skulle tro at jo flere tall og mer kompleksitet i modellene vil føre til bedre verdiestimer, men det er ikke nødvendigvis riktig. I utgangspunktet vil det føre til bedre resultater, men muligheten for feil øker stort veldig når inputfaktorene blir mange. I stedet for å gjøre en modell vanskelig og med mange inputs, kan det være en fordel å bruke akkurat så mange inputs som er nødvendig for å verdsette og samtidig forkaste de som ikke er absolutt nødvendig. Om modellen tar feil er det viktig å huske på at det er du og ikke modellen som verdsetter selskapet.

Myte 5: Produktet av en verdsettelse er det som er det viktig, ikke prosessen bak den.

Som vi har vist i de tidligere kapitlene og som vi skal vise i verdsettelsene senere i dette kapitlet har verdsettelsesprosessene store innvirkninger på resultatet vi får ut av verdsettelsen. Via verdsettelsesprosessen kan vi svare på enkelte viktige spørsmål om et selskap, eksempler på slike spørsmål kan være: Hva er merkevaren verdt? Hvor mye er høy-vekst perioden verdt for selskapet? Etc.

9.2 Verdsettelse i Norge vs. USA

Det meste av verdsettelseslitteratur er amerikanske publiseringer slik som bøkene til Damodaran. Litteraturen er ofte tilpasset amerikanske forhold, dette har ført til at når vi skal verdsette Austevoll Seafood støter vi på utfordringer som ikke nødvendigvis blir beskrevet i den amerikanske litteraturen. Det amerikanske markedet er mer velutviklet i forhold til det norske, selv om det finnes fordeler med det norske markedet også. I denne delen skal vi ta for oss noen av de punktene som er forskjellig fra å verdsette en bedrift i Norge og USA. (Kaldestad and Møller 2011)

Et problem det norske markedet har er at det er få bedrifter i samme bransje. I sektoren ”konsumvarer” som er sektoren Austevoll Seafood er lagt under finnes det elleve selskaper der den største bedriften har en markedsverdi på over 50 milliarder kroner og den minste har en markedsverdi under 200 millioner kroner. Dette fører til at det blir vanskelig og i noen tilfeller umulig å bruke den markedsbaserte tilnærmingen med sammenligning av relativ prising. Norge har også få innbyggere som fører til at i enkelte områder vil det danne seg monopoler der bare én eller få aktører når ut til en kritisk andel av et geografisk område. I tillegg til de små monopolene har Norge også en stor offentlig sektor med stort eierskap i

bedriftene. Denne tilstedeværelsen i norske bedrifter kan sies å ha virket stabiliserende da de kan drive aktiv motkonjunkturpolitikk. Staten har også innført monopol på enkelte varer, slik som vin og brennevin. (Kaldestad and Møller 2011)

Verdsettelsesteori tar ofte for seg store eller mellomstore amerikanske selskaper, men selv store norske selskaper blir små i denne skalaen. Det er nesten kun Statoil og Telenor som kan måle seg opp i mot internasjonale store selskaper når det gjelder ansatte og omsetning. (Ibid)

Den norske børsen er veldig volatil, som har bakgrunn i at mye av kapitalen er i oljeindustrien og shipping. I tillegg er Norge en åpen økonomi, noe som vil si at svingninger i oljeprisen har store konsekvenser på konkurransevne, etterspørsel og investeringsevne både i det private markedet og bedriftsmarkedet. (Ibid)

Det norske skattesystemet kjennetegnes av lav skatt på kapital og høy skatt på lønn. Dette gir insentiver for å drivere som også er engasjert i driften av selskapet til å omdefinere avkastning på arbeid til avkastning på kapital. Norge har også beskattet formuen til privatpersoner og eiere, formueskatten kan også være med på å påvirke forholdet mellom gjeld og egenkapital i enkelte bransjer. Regnskapskvaliteten i Norge er av høy kvalitet, dette er på grunn av inntil nylig var det revisorplikt på nesten alle bedrifter. (Ibid)

9.3 Dividend Discount Models (DDM)

Dividend Discount modeller (DDM) er kanskje de mest populære teoretiske tilnærmingene til verdsettelse av et selskaper. Til tross for populariteten er de ganske dårlige modeller for praktisk verdsettelse, dette er fordi egenkapitalverdi først og fremst blir skapt igjennom investering –og driftsaktivitetene i selskaper og bedrifter. Ofte er dividendeutbetalinger et biprodukt av disse aktivitetene. I et intervall på de siste fem til ti årene som ofte er fokus når man skal måle vekst, vil det være vanskelig å kunne si noe om egenkapitalverdien til det aktuelle selskapet/bedriften.(Palepu, Healy, og Peek 2013) I mange tilfeller betaler ikke bedrifter ut dividende, dette kan være fordi de ønsker å reinvestere i driften eller andre legitime grunner. Det vil derfor være vanskelig å foreslå fremtidige dividender for disse bedriftene. Dividend Discount modellene sier at verdien av et selskap er alle fremtidige dividendeutbetalinger summert. Det vil ikke bety at et selskap som ikke betaler ut dividende ikke er verdt noe, det betyr bare at vi er nødt til å bruke andre metoder for å verdsette slike bedrifter. Eksempler på bedrifter som ikke nødvendigvis betaler ut dividender er unge bedrifter som trenger kapitalen i bedriften til investeringer i seg selv, og er ikke opptatt av å underholde/behage investorer. (Melicher og Norton 2003; Palepu, Healy, og Peek 2013; Kaldestad og Møller 2011)

Verdien av egenkapitalen til en bedrift er altså nåverdien av fremtidige dividendeutbetalinger. Vi må derfor lage estimater på fremtidige dividendeutbetalinger og diskontere disse med egenkapitalkostnaden. Videre kan vi forenkle og si at vi antar at veksten i dividendene er konstant. Vi får da det som populært kalles Gordons vekstformel. Matematisk er denne uttrykt som:

$$P = \frac{D}{k-g}$$

P = Beregnet aksjepris D = Forventet neste utbetaling av dividende

k = Avkastningskrav g = vekstfaktoren

Formel nr.9 Gordons vekstformel

Gordons vekstformel lar investorer beregne aksjeverdien eksklusive markedsforholdene på det gjeldene tidspunktet. Målet er å gi en indikasjon på om aksjen er over eller undervurdert basert på å ta summen av alle fremtidige uendelige dividendeutbetalinger diskontert tilbake til dagens dato. Utelukkelsen av markedsforholdene lar investorene sammenligne selskaper i ulike bransjer, og er derfor en av de mest brukte modellene for verdsettelse av selskaper. Modellen er veldig enkel og har derfor også noen klare begrensninger, som for eksempel å undervurdere selskaper med sterke merkevarenavn, kundelojalitet, unik teknologi eller andre verdiøkende egenskaper. (Melicher and Norton 2003)

Det er viktig å forstå at Gordons vekstmodell er svært følsom for endringer i vekst ($-g$) og avkastningskravet ($-k$). Modellen forutsetter at verdien til bedriftens aksje vokser med samme rate som dividenden. Dette gjør at aksjeverdien øker når dividenden øker og vice versa, verdien øker også om avkastningskravet reduseres. (Ibid)

Som i alle aspekter av teorier og modeller er det fordeler og ulemper ved å bruke dem.

Fordelene ved Gordons vekstformel er:

- Den er god til å verdsette bedrifter med stabil vekst og dividendeutbetalinger
- Den er nyttig ved verdsettelse av brede aksjeindekser
- Den er enkel og klar
- Den er nyttig for å forstå relasjonene mellom verdi, vekst, avkastningskrav og utbyttegrad.

Ulempene ved bruk av Gordons vekstformel er:

- Outputen er veldig følsom for endringer i vekst og avkastningskrav
- Ikke praktisk når man skal verdsette bedrifter uten dividendeutbetalinger
- Ikke praktisk når man skal verdsette dividendeutbetalende bedrifter med ustabile vekstkarakteristikker.

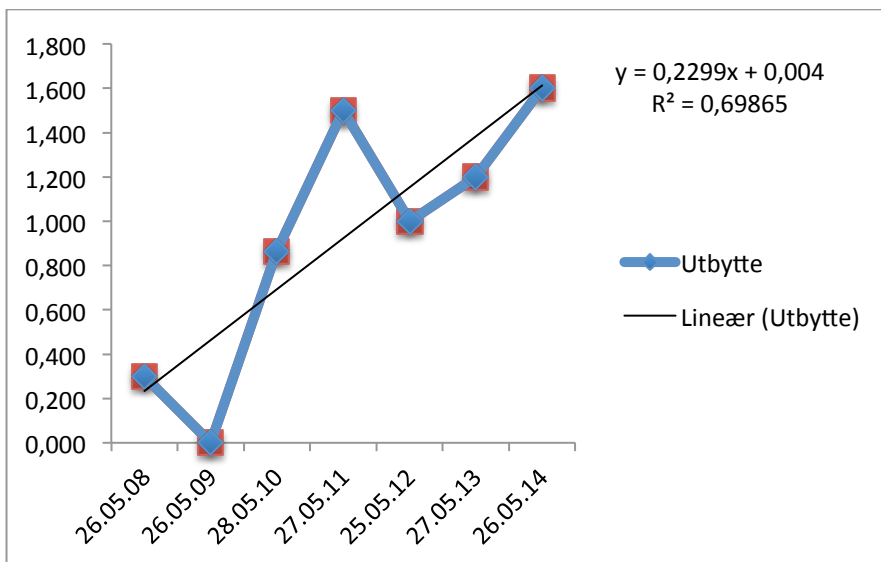
For bedrifter og selskaper som ikke har en stabil konstant vekst over tid er ikke Gordons vekstformel og den vanlige dividendemodellene riktig å bruke. Nyoppstartede bedrifter vil for eksempel oppleve en høy vekst tidlig i livssyklusen for å få en lavere og mer stabil vekst etter noen år. Før å regne på slike scenario må vi bruke andre formler, et eksempel på dette er to-steps dividendemodeller. Måten denne fungerer på er at vi legger til et visst antall år med ekstraordinær vekst og deretter evig konstant lavere vekst.

For vår del så passer det å starte med dividendemodeller fordi Austevoll Seafood har hatt regelmessige utbetalinger av dividende de siste fem årene. Vi skal først bruke Gordons vekstformel modellen for å si om vi tror aksjen er over eller undervurdert når vi ser bort i fra markedsforholdene. Vi vil også få en indikasjon på hva prisen på aksjen burde være, når vi skal kalkulere andre metoder senere.

Før vi kan kalkulere dividendemodellene har vi først sett på de siste årenes dividendeutbetalinger. Dette er viktig fordi vi ønsker å finne en vekstfaktor for dividendeutbetalingen.

Dato	Utbytte	Endring %
26.05.09	0,000	
28.05.10	0,864	100,00 %
27.05.11	1,500	73,61 %
25.05.12	1,000	-33,33 %
27.05.13	1,200	20,00 %
26.05.14	1,600	33,33 %
Gjennomsnitt		38,72 %
Geo.gj. Siste 5 år	0,13	13,12 %

Tabell nr.40 Dividendeutbetalinger



Graf nr.1 Dividendeutbetalinger

Vi ser at ved å ta et geometrisk gjennomsnitt av de siste fem års dividendeutbetalinger får vi en vekstfaktor på 13,12%. Vi kan dermed sette opp hva vi forventer i utbytte i 2015.

$$\text{Forventet utbytte 2015} = 1,6 \times (1 + 0,1312) \approx 1,81 \text{kr per aksje}$$

Videre er vi interessert i å finne de forventede utbyttene for 2016 og 2017. For å finne disse har vi brukt konstanten fra den lineære trendlinjen.

Det forventede utbytte for 2016 og 2017 blir da henholdsvis 2,01kr og 2,21kr per aksje. For å illustrere veksten vi har i prognosen vår har vi tatt et geometrisk gjennomsnitt av 2015-2017. Dette har gitt oss en vekst på 6,88% og dette skal vi bruke som veksten i høyvekstperiodene i senere beregninger. Viser også til Salmon Farming Industry Handbook 2014 presentert av Marine Harvest med hovedvekt på arbeid gjort av Kontali Analyse:

“The market for Atlantic salmon has, on average, increased by 6.8% in all markets, where the largest markets are the EU and the US,”(Marine Harvest 2014).

Med bakgrunn i at profesjonelle aktører gir tilnærmet likt veksttall som vår egen analyse, kan vi si at vår prognose er godkjent.

Oppsummert vil sette dette inn i en tabell.

	2015	2016	2017
Forventet utbytte	1,81	2,01	2,21

Tabell nr.41 Forventet utbytte

9.3.1 Gordons vekstformel beregning

Over har vi forklart hvilke faktorer som inngår i Gordons vekstformel, vi skal i dette underkapittelet beregne verdien av Austevoll Seafood basert på denne formelen.

$$\text{Gordons vekstformel} = P = \frac{D}{k - g} \rightarrow \frac{1,81kr}{10,07\% - 6,88\%} = 56,7kr$$

Vi ser at verdien på en aksje i følge Gordons vekstformel er 56,7kr, noe vi anser som noe høyt. Det som avgjør verdien på aksjen i denne formelen er som tidligere nevnt avkastningskravet og vekstfaktoren. Vi tror at avkastningskravet eller vekstraten er noe feil, men hadde vi brukt den forventede avkastningen vi fikk av kapitalverdimodellen (CAPM) ville vi fått:

$$\text{Gordons vekstformel CAPM} = P = \frac{D}{k - g} \rightarrow \frac{1,81kr}{8,41\% - 6,88\%} = 118,3kr$$

Resultatet av denne beregningen virker fjern fra virkeligheten. Vi tror derfor at det kun dreier seg om små justeringer i forhold til hvilken beta som blir brukt i beregningen av egenkapitalkostnaden i avkastningskravkapittelet eller feil i forhold til den prosjekterte veksten. Dette er vanskelig å si, men vi har valgt å trekke konklusjonen om at Austevoll Seafood er underpriset på markedet i følge Gordons vekstformel.

9.3.2 2 steg dividendemodell

Videre ønsker vi å se på hvordan verdien til Austevoll Seafood blir om vi legger til grunn to perioder med vekst. En periode med høy vekst og en stabil periode med vekst. Vi så i Gordons vekstformel at vekst var en avgjørende faktor i forhold til verdien til selskapet. Modellen som vi skal bruke for å finne verdien er en modell utledet av Damodaran, (Damodaran 2012b).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,hv})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hv})^n} \quad \text{der } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,sv} - g_n}$$

DPS_t = Forventet dividende i år t

k_e = Egenkapitalkostnaden (hv: høy vekst; sv: stabil vekst)

P_n = Prisen på slutten av år n

g = ekstraordinær vekst for de første n årene

g_n = vekstraten for evig vekst etter år n

Formel nr.10 2 steg dividendemodell

Vi vil bruke fem år med høy vekst før vi avslutter med stabil vekst. For å finne et uttrykk for høy vekst har vi valgt å bruke stigningstallet for utbyttefunksjonen vi viste til i graf nr.1, som var 0,2299 eller 23%.

$$g = 23\%$$

Vi velger videre å bruke 10,07% som egenkapitalkostnaden i høy vekst, denne fant vi i avkastningskapittelet og var alternativet til bruk av CAPM. Vi har dermed informasjonen vi trenger for å regne ut nåverdien av de fem første årene, som vi har satt til høy vekst.

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{1,78 \times (1+0,23)}{(1+10,36)^1} + \frac{1,98 \times (1+0,23)}{(1+10,36)^2} + \frac{2,21 \times (1+0,23)}{(1+10,36)^3} + \frac{2,46 \times (1+0,23)}{(1+10,36)^4} + \frac{2,75 \times (1+0,23)}{(1+10,36)^5} = 11,20$$

Neste del i prosessen tar for seg den stabile vekstperioden. Vi starter med å regne med å finne et uttrykk for DPS_{n+1} . Vi har valgt å gjøre et estimat på at Austevoll Seafood vil gjennomsnittlig vokse med 2% -4% årlig på lang sikt. Grunnen til dette er konkurransesituasjonen som gjør at prisene vil stabilisere seg mer, i tillegg til at de vil på lang sikt mette markedet. Vi har da anslått at den langsiktige vekstraten vil ligge på rundt 3%. I tillegg mener vi at Austevoll Seafood på lang sikt ikke vil oppnå vekst som er vesentlig

høyere enn den gjennomsnittlige 5 årlige risikofrie renten som er på 2,97 %. Utenrikspolitiske forhold som handelsblokaden fra Russland og økende uro i Sør-Amerika brukes også som bakteppe.

$$g_n = 3\%$$

$$DPS_n = \text{Dividende år } 0 \times (1 + g)^t$$

Formel nr. 11 DPS

$$= 1,6 \times ((1 + 0,23)^5) = 4,5kr$$

$$DPS_{n+1} = 4,5 \times (1 + 0,03) = 4,64kr$$

Før vi kan beregne, P_n , må vi først repetere at $k_{e,sv}$ er det samme som egenkapitalkostnaden med justert beta. Fra avkastningskapittelet får vi altså at $k_{e,sv}$ er 10,07%. Videre skal vi beregne P_n .

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,sv} - g_n} = \frac{4,64}{10,07\% - 3,00\%} = 56,62$$

Vi kan nå sette sammen de ulike periodene og utføre de siste beregningene.

$$P_0 = 11,20 + \frac{56,62}{(1 + 10,36\%)^5} = 45,78kr$$

Vi får i denne modellen en pris på 45,78kr. Vi ser på denne metoden som et bedre mål på verdi enn Gordons vekstformel, selv om samme begrensninger i forhold til vekstraten og tilfaller denne modellen. I tillegg til at denne modellen deler en del av de samme begrensningene som Gordons vekstformel har så må vi tenke på at fordelingsforholdet skal være i tråd med den anslåtte veksten, (Damodaran 2012b).

$$\begin{aligned} \text{Forventet vekst} &= \text{Tilbakeholdt overskuddsrate} \times \text{Return On Capital (ROE)} \\ &= (1 - \text{utebetalingsraten}) \times \text{ROE} \end{aligned}$$

Formel nr.12 Forventet vekst

Vi velger å finne utbetalingsraten og velger å bruke EPS og DPS som de beskrivende faktorene.

$$\text{Utbetalingsrate} = \frac{DPS}{EPS} = \frac{1,60}{2,76} = 58\%$$

Formel nr.13 Utbetalingsrate

Vi finner videre ROE som da forteller oss hvor mye vi får igjen på investert kapital. ROE trenger to faktorer for å kunne beregnes: bokverdi til egenkapitalen og EBIT etter skatt.

$$EBIT = 1\,855\,768 \rightarrow EBIT(1 - T) = 1\,509\,966kr$$

Vi henter så verdien på egenkapitalen fra balansen som har en verdi på:

$$\text{Bokverdi egenkapital} = 12\,360\,106kr$$

Vi kan nå regne ut ROE:

$$ROE = \frac{EBIT(1 - T)}{\text{Bokverdi Egenkapital}} = \frac{1\,509\,966kr}{12\,360\,106kr} = 12,22\%$$

Formel nr.14 ROE

Dette fører oss tilbake til å skulle beregne forventet vekst.

$$\text{Forventet vekst langsiktig vekst} = (1 - \text{utbetalingsraten}) \times ROE$$

Formel nr.12

$$= (1 - 58\%) \times 12,22\% = 5,13\%$$

Vi ser at anslaget for den forventede fremtidige stabile veksten blir her 5,13%. Vi velger å beholde vekstraten på 3,00% i denne modellen, da en fremtidig stabil vekst på 5,13% ville gitt en urealistisk høy verdi av Austevoll Seafood.

9.3.3 3 steg dividendemodell

Tre steg dividendemodell er tar utgangspunkt i tre perioder med vekst. En periode med høy vekst og en overgangsperiode som til slutt flater ut i en evig stabil vekst. Dette er den mest generelle av dividendemodellene vi skal bruke fordi den ikke setter noen begrensninger til utbetalingsraten hos bedriften. Den krever derimot mange inputs og er krevende å gjøre over store perioder. Modellen passer godt for verdsettelse av mange typer bedrifter på grunn at den er fleksibel i forhold til periodene. For vår del så passer denne modellen inn for alle stabile oppdrett og sjømatprodusenter fordi markedet er i en slik vekst at den vil fortsette med sterk vekst de 5-10 neste årene før den har gradvis gått over til å stabilisere seg.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1 + g_a)^t \times \Pi_a}{(1 + k_{e,hv})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,o})^t} + \frac{EPS_{n2} (1 + g_n) \times \Pi_n}{(k_{e,sv} - g_n)(1 + r)^n}$$

EPS_t = Earnings Per Share (inntjening per aksje) i periode t

DPS_t = Dividends Per Share (dividendeutbetaling per aksje) i periode t

g_a = Vekstrate i høyvekstperioden (varer i en periode)

g_n = Vekstrate i den stabile perioden

Π_a = Utbetalingsraten i høyvekstperioden

Π_n = Utbetalingsraten i den stabile perioden

k_e = Egenkapitalkostnaden i høyvekst (hv), overgangsperioden (o) og ved stabil vekst (sv)

Formel nr.15 3 steg modell

Det første leddet beregner de første fem årene med høy vekst.

$$\begin{aligned} & \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1 + g_a)^t \times \Pi_a}{(1 + k_{e,hv})^t} \\ &= \frac{2,76 \times (1 + 6,88\%)^1 \times 58\%}{(1 + 10,36\%)^1} + \frac{2,95 \times (1 + 6,88\%)^2 \times 58\%}{(1 + 10,36\%)^2} \\ &+ \frac{3,15 \times (1 + 6,88\%)^3 \times 58\%}{(1 + 10,36\%)^3} + \frac{3,37 \times (1 + 6,88\%)^4 \times 58\%}{(1 + 10,36\%)^4} \\ &+ \frac{3,60 \times (1 + 6,88\%)^5 \times 58\%}{(1 + 10,36\%)^5} = 8,31kr \end{aligned}$$

I overgangsperioden så har vi fått følgende resultater:

$$\sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,o})^t}$$

$$= \frac{2,51}{(1 + 10,30\%)^6} + \frac{2,79}{(1 + 10,24\%)^7} + \frac{3,07}{(1 + 10,24\%)^8} + \frac{3,35}{(1 + 10,13\%)^9}$$

$$+ \frac{3,63}{(1 + 10,07\%)^{10}} = 7,02kr$$

Det siste leddet tar for seg den terminalverdien og stabile perioden. Leddet bygger på EPS og akkumulerte egenkapitalkostnader. Så det første vi må gjøre er å finne den akkumulerte egenkapitalkostnaden for år ti. Vi velger å vise dette i en tabell fra Excelmodellen vår.

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Forventet vekstrate	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,10 %	5,33 %	4,55 %	3,78 %	3,0 %
EPS	2,95	3,15	3,37	3,60	3,85	4,08	4,30	4,50	4,67	4,81
Utbetalingsrate	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,61	0,65	0,68	0,72	0,75
Dividende (DPS)	1,71	1,83	1,95	2,09	2,23	2,51	2,79	3,08	3,36	3,63
Ke	10,36 %	10,36 %	10,36 %	10,36 %	10,36 %	10,30 %	10,24 %	10,19 %	10,13 %	10,07 %
Akkumulert Ke	2,71	2,99	3,30	3,64	4,02	4,43	4,89	5,39	5,93	6,53

Tabell nr.42 Utdrag 3 steg dividendemodell

Vi får derfor at:

$$\frac{EPS_{n2}(1 + g_n) \times \Pi_n}{(k_{e,sv} - g_n)(1 + r)^n} = \frac{4,81 \times (1 + 3\%) \times 75,5\%}{(10,07\% - 3,00\%)(1 + \frac{3,63}{6,53})^{10}} = 33,97kr$$

Vi legger så alle leddene sammen:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1 + g_a)^t \times \Pi_a}{(1 + k_{e,hv})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,o})^t} + \frac{EPS_{n2}(1 + g_n) \times \Pi_n}{(k_{e,sv} - g_n)(1 + r)^n}$$

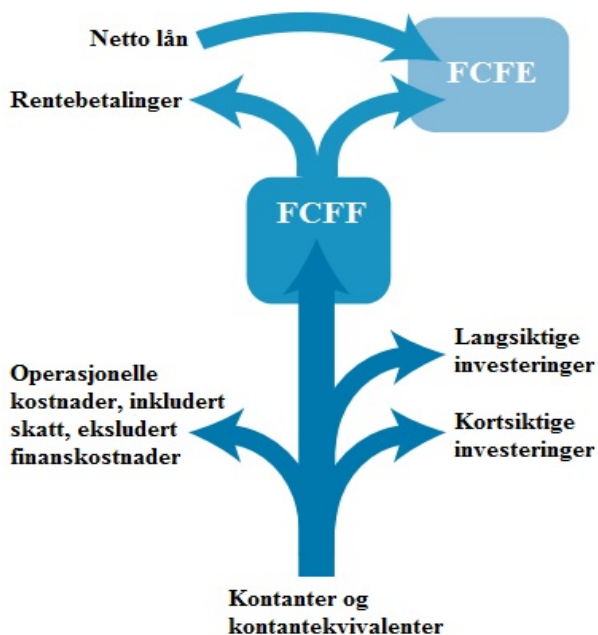
$$P_0 = 8,31kr + 7,02kr + 33,97kr = 49,31 kr \text{ per aksje}$$

Vi har fått en pris som er litt sterkere enn hva den faktiske kursen er, dette har med at vi kanskje har for mange sterke perioder med vekst, i tillegg til at vi har tro på en stabil vekstrate som er litt over den risikofrie renten i markedet. Vi tror at dette er et sannsynlig estimat på verdi for Austevoll Seafood.

9.4 Free Cash Flow to Equity

Vi har tidligere i dette kapittelet gått igjennom dividend discount modeller som tar utgangspunkt i fremtidige diskonterte dividendeutbetalinger. Kanskje den største feilen med disse modellene er at de tar utgangspunkt i at bedriftene betaler ut det de kan i utbytte til sine aksjonærer og på den måten kan vi regne oss frem til verdien av selskapet. Hva skjer når vi da skal verdsette et selskap som ikke betaler ut alt det den kan til aksjonærene sine?

Svaret på spørsmålet over er en bredere definisjon av kontantstrømmer, som da kalles Free Cash Flow to Equity eller FCFE. FCFE er kontantene som er igjen etter operasjonelle kostnader, rentebetalinger, netto gjeldsutbetalinger og reinvesteringer er utbetalt. Der netto gjeldsutbetalinger referer til forskjellen mellom ny gjeld og eksisterende gjeld, ergo hvilke betalinger som har vært gjennomført i løpet av perioden. Det er styret i bedriften som velger om de skal benytte disse kontantene til å betale dette ut i utbytte, spare det eller utbetale noe og spare resten. En generell tankegang er å si at hvis FCFE er lavt neste år, behøver man ikke å kutte i utbetaling av utbytte. (DePamphilis 2012; Damodaran 2001; G. Stewart 1991)



Figur nr. 2 FCFE

Hvis den frie kontantstrømmen mot egenkapitalen vokser raskere enn den økonomien den opererer i, kan vi verdsette FCFE i to steg. Denne metoden er høyst relevant for norske sjømatprodusenter da veksten har vært høy de siste årene, for eksempel hadde Austevoll Seafood i 2014 en vekst i aksjekursen på 30,99% mot OSEBX 5,65% vekst.

FCFE benytter seg av de samme prinsippene til vekst som blant annet to stegs dividende modell. Det vil si at veksten er høy og konstant i den første perioden for så å gå over i en mer stabil vekstfase. Forskjellen ligger i at to stegs dividende modell legger sin vekt på dividende og ikke på FCFE. To stegs FCFE modellen gir andre resultater enn to stegs dividendemodellen og kanskje til og med bedre fordi bedrifter kan ha for store utbytter som ikke er bærekraftige (høyere enn FCFE). Denne metoden kan brukes for å verdsette alle bedrifter og alle handlede selskaper. (Stewart 1991; Damodaran 2001) Vi skal se mer på denne senere.

Vi skal starte med å sette opp de frie kontantstrømmene mot egenkapitalen.

$$FCFE = \text{Netto inntekter} - (\text{Capex} - \text{avskrivninger}) \\ - \text{endring i noncash arbeidskapital} + (\text{Ny gjeld} - \text{betalt gjeld})$$

Formel nr.16 FCFE

	2010		2011		2012		2013		2014	
Ordinært resultat	kr	1 766 080	kr	526 663	kr	640 905	kr	1 336 436	kr	1 000 671
Netto Capex	-kr	152 883	kr	203 198	kr	184 333	kr	208 910	kr	826 853
Endring i "noncash" arb.kapital	kr	661 350	-kr	650 287	kr	1 326 207	kr	2 836 796	-kr	1 863 926
Netto kortsiktig gjeld	-kr	620 189	kr	61 177	kr	29 071	kr	393 878	-kr	234 896
FCFE	kr	637 424	kr	1 034 929	-kr	840 564	-kr	1 315 392	kr	1 802 848
Gjennomsnitt	kr	1 126 231	Geometrisk gjennomsnitt		kr	750 821				

Tabell nr.43 FCFE

Kapitalen som er igjen etter vi har utført denne beregningen, FCFE, er det som kan betales ut i dividende. Vi har utført denne beregningen for de siste fem årene og har fått et geometrisk gjennomsnitt på 750 821 kr for denne perioden.

Vi skal vise tre måter å verdsette på denne måten. Den første metoden er bygger på konstant vekst, og har mange av de samme prinsippene som dividendemodellen med konstant vekst. Den andre modellen er en to stegs modell, og den siste går over tre perioder.

9.4.1 Konstant vekst

Når vi skal verdsette i forhold til ”konstant vekst modellen” tar utgangspunkt i at bedriften skal vokse jevnt i all overskuelig fremtid. Vi innser at modellen kanskje ikke er den mest relevante i vår jakt etter verdien av Austevoll Seafood, men vi ser på denne modellen som et godt utgangspunkt for å diskutere verdi. Vi vil altså bruke denne modellen som en guide på hvordan det kan se ut om markedet går i mot all forventning og flater ut. Vi starter med å gi uttrykket for ”konstant vekst” modellen:

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n} \rightarrow P_0 = \frac{750\,821kr}{10,07\% - 3,00\%} = 10\,619\,819\,896kr$$

P_0 = Dagens verdi

$FCFE_1$ = Fri kontantstrøm mot egenkapitalen neste periode

k_e = Egenkapitalkostnaden

g_n = Den evige vekstraten

Formel nr.17 Konstant vekst FCFE

Vi har nå funnet en terminalverdi for hele selskapet, videre må vi finne ut hvor mye dette tilsvarer for hver enkelt aksje.

$$\frac{10\,619\,819\,896kr}{202\,717\,374} = 52,39kr \text{ per aksje}$$

Vi har altså funnet ut av Austevoll Seafood er verdt 52,39kr per aksje, noe som vil si at selskapet er underpriset med nesten 10 kr. Som vi innledet denne beregningen så er dette en urealistisk verdi på selskapet slik bransjen vokser i dag. Det er ingen antydninger til at markedet er mettet, eller at populariteten til fisk vil avta de neste årene. Trenden har vært at verden spiser mer og mer fisk, og at norsk fisk vil fortsette å være populær i store deler av verden. Tross at vi ikke helt er fortrolig med verdien denne modellen gir oss, synes vi den gir en fin indikasjon på hvor aksjen er på vei, og er et godt utgangspunkt for videre analyse.

9.4.2 2 steps FCFE modell

Den 2 steps FCFE modellen blir benyttet for å verdsette selskaper som har en periode med høy eller unormal vekst før den stabiliserer seg. Vi anser denne modellen som et mye bedre estimat på hvordan vi skal verdsette Austevoll Seafood fordi vi tror, basert på bransjeanalyse og strategisk analyse, at markedet vil fortsette å ha høy vekst de neste årene før det vil stabilisere seg. Den største svakheten med denne modellen slik vi ser det er at det ikke er en gradvis avtakende vekst, men en brå urealistisk overgang til stabil vekst etter $-n$ perioder. Matematisk ser formelen for denne modellen slik ut:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_{e,hv})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hv})^n} \quad \text{der } P_n = \frac{FCFE_{n-1}}{k_{e,sv} - g_n}$$

P_n = Verdien i år $-n$

$FCFE_t$ = Den frie kontantstrømmen mot egenkapitalen i periode t

k_e = egenkapitalkostnad (hv: høy vekst; sv: stabil vekst)

g_n = Langsiktig/evig vekst

Formel nr.18 2 steg FCFE modell

Før vi regner ut denne modellen må vi først beregne påslaget på FCFE, ergo hvilken vekst vi skal ta utgangspunkt i. Denne finner vi ved å ta egenkapitalens reinvesteringsrate multiplisert med "noncash" ROE.

$$\text{Egenkapitalens reinvesteringsrate} = \frac{\text{Netto capex} + \Delta \text{ noncash arb. kap}}{\text{EBIT} (1 - T)}$$

Formel nr.19 Egenkapitalens reinvesteringsrate

Som dermed blir:

$$\text{Egenkapitalens reinvesteringsrate} = \frac{285\,457 + 524\,358}{1\,396\,356} = 73,81\%$$

Videre skal vi beregne "noncash" ROE

$$\text{Noncash ROE} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Sum egenkapital} - \text{Kontanter og kontantekvalienter}}$$

Formel nr.20 Noncash ROE

Som dermed blir:

$$\text{Noncash ROE} = \frac{1\,000\,671\text{kr}}{12\,360\,106\text{kr} - 2\,198\,148\text{kr}} = 9,85\%$$

Vi kan derfor si at veksten i FCFE kan beskrives ved å multiplisere disse variablene.

$$\text{Vekst i FCFE} = \text{Egenkapitalens reinvesteringsrente} \times \text{noncash ROE}$$

Formel nr. 21 Vekst i FCFE

$$\rightarrow 73,81\% \times 9,85\% = 7,21\%$$

Vi kan nå finne ut hva de diskonterte kontantstrømmene vil være for perioden med høy vekst.

Vi at repeterer egenkapitalkostnaden for høy vekst er 10,36% og at egenkapitalkostnaden for stabil vekst er 10,07%.

$$\begin{aligned} \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_{e,hv})^t} &= \frac{750\,821\text{kr} \times (1 + 7,21\%)}{(1 + 10,36)} + \frac{805\,392\text{kr} \times (1 + 7,21\%)}{(1 + 10,36)^2} \\ &+ \frac{863\,930\text{kr} \times (1 + 7,21\%)}{(1 + 10,36)^3} + \frac{926\,722\text{kr} \times (1 + 7,21\%)}{(1 + 10,36)^4} \\ &+ \frac{994\,078\text{kr} \times (1 + 7,21\%)}{(1 + 10,36)^5} = 3\,450\,127\text{kr} \end{aligned}$$

Videre må vi finne P_n :

$$P_n = \frac{FCFE_{n-1}}{k_{e,sv} - g_n} \rightarrow \frac{1\,066\,330\text{kr} \times (1 + 3,00\%)}{10,07\% - 3,00\%} = 15\,534\,931$$

Til slutt setter vi sammen uttrykkene i originalformelen.

$$P_0 = 3\,450\,127\text{kr} + \frac{15\,534\,931\text{kr}}{(1 + 10,36\%)^5} = 9\,489\,665\text{kr}$$

Vi deler verdien av hele selskapet på antall aksjer utstedt for å finne verdien per aksje.

$$\text{Aksjeverdi} = \frac{9\,489\,665\text{kr}}{202\,717\,374} \times 1000 = 46,81\text{kr}$$

Vi anser denne modellen som mye bedre enn modellen som tok for seg en bedrift med konstant vekst. Grunnen til at vi synes denne er bedre er at den tar hensyn til en periode med vekst før den går over til konstant stabil vekst. Svakheten er som tidligere nevnt at modellen har kun to perioder og ikke en overgangsfase med fallende vekst før den stabile vekstfasen starter. Prisen på 46,81kr per aksje er en sannsynlig pris på aksjen, og fra tidligere modeller så underbygges det at aksjen er noe underpriset.

9.4.3 3 steps FCFE modell

Denne modellen har tre perioder med vekst der den første perioden er en periode med høy vekst. Denne perioden etterfølges av en overgangsperiode som ender opp i en stabil evig vekstfase. Vi synes modellen passer bra for Austevoll Seafood da markedet ser ut til å fortsette å vokse de neste årene før vi antar at det vil være en overgangsperiode til å komme i en stabil fase.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}} \text{ der } P_{n2} = \frac{FCFE_{n2+1}}{k_e - g_n}$$

P_0 = Dagens verdi av en aksje

$FCFE_t$ = FCFE i år t

k_e = Egenkapitalkostnad

P_{n2} = Terminalprisen på slutten av overgangsperioden

n1 = Slutten av høyvekstperioden

n2 = Slutten av overgangsperioden

Formel nr.22 3 steps FCFE modell

Basert på strategi –og bransjekapittelet vet vi at fiskenæringen er i stor vekst, og at denne veksten vil ikke vare evig. Vi kan se for oss at veksten vil fortsette i fem år til før den avtar med omtrent 8,5 prosentpoeng årlig før den stabiliserer seg på rundt 3%. Denne modellen har som formål å gi verdien til selskapet basert på akkurat denne informasjonen. Vi starter med perioden med høy vekst.

$$\sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$$

Vi har valgt å også fremvise dette i en tabell slik at det er lettere å få oversikt over hvilke tall vi har anvendt, ettersom formelen over forklarer hva som skal kalkuleres.

År	1	2	3	4	5
Forventet vekst	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,88 %
Årsresultat	kr 1 069 517	kr 1 143 100	kr 1 221 745	kr 1 305 801	kr 1 395 640
EK. Reinvestering	73,81 %	73,81 %	73,81 %	73,81 %	73,81 %
FCFE	kr 802 477	kr 857 688	kr 916 697	kr 979 766	kr 1 047 173
Egenkapitalkostnad	10,36 %	10,36 %	10,36 %	10,36 %	10,36 %
Nåverdi	kr 727 145	kr 704 216	kr 682 010	kr 660 504	kr 639 676
Sum	kr 3 413 551				

Tabell nr.44 Utdrag 3 stegs FCFE modell 1

Vi ser at vi får en relativt høy nåverdi av høyvekstperioden, noe som kan tyde på at vi vil få en høy verdi på verdien av aksjen.

Neste periode har en negativ vekstfaktor i egenkapitalkostnaden, egenkapitalens reinvesteringssrente og generell vekst. Måten vi har funnet frem til disse negative vekstfaktorene er ved å ta tallet fra det stabile stadiet trukket fra høyvekststadiet og delt på antall år overgangsfasen varer.

$$\text{Negativ vekstfaktor}_{\text{vekst}} = \frac{3,0\% - 6,88\%}{5 - \text{perioder}} = -0,77\%$$

$$\text{Negativ vekstfaktor}_{\text{Egenkapitalkostnad}} = \frac{10,36\% - 10,07\%}{5} = -0,06\%$$

$$\begin{aligned} \text{Negativ vekstfaktor}_{\text{overgangsfaktor}} &= \frac{\text{Noncash ROE} - \text{Ek. Reinvestering}}{\text{antall perioder}} \\ &= \frac{30,47\% - 73,81\%}{5} = -8,67\% \end{aligned}$$

På bakgrunn av disse tallene kan vi nå regne ut overgangsperiodens frie kontantstrømmer.

$$\sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}$$

Vi fortsetter tabellen fra høyvekstperioden

År	6	7	8	9	10
Foventet vekst	6,10 %	5,33 %	4,55 %	3,78 %	3,00 %
Årsresultat	kr 1 480 830	kr 1 559 729	kr 1 630 728	kr 1 692 304	kr 1 743 073
EK.Reinvestering	65,14 %	56,47 %	47,80 %	39,13 %	30,47 %
FCFE	kr 516 206	kr 678 920	kr 851 189	kr 1 030 033	kr 1 212 038
Egenkapitalkostnad	10,30 %	10,24 %	10,19 %	10,13 %	10,07 %
Nåverdi	kr 286 631	kr 343 031	kr 391 755	kr 432 286	kr 464 330

Sum kr 1 918 033

Tabell nr. 45 Utdrag 3 stegs FCFE modell 2

Som vi ser går FCFE positivt opp i overgangsperioden på grunn av en lavere antatt reinvesteringsrate. Denne sammen med en synkende vekst og egenkapitalkostnad driver nåverdiene opp.

Det siste leddet $\frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}}$ beskriver terminalverdien og uttrykkes via formelen.

$$\frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}} \text{ der } P_{n2} = \frac{FCFE_{n2+1}}{k_e - g_n}$$

Vi bruker videre Excelmodellen for fremstillingen av utregningen.

År	11
Foventet vekst	3 %
Årsresultat	kr 1 795 365
EK.Reinvestering	30,47 %
FCFE	kr 1 248 400
Egenkapitalkostnad	10,07 %
Nåverdi	kr 17 657 703

Nåverdi terminalverdi kr 6 764 638

Tabell nr.46 Utdrag 3 stegs FCFE modell 3

Vi skal til slutt oppsummere modellen med å legge sammen nåverdiene.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}}$$

$$P_0 = 3\,413\,551kr + 1\,918\,033kr + 6\,764\,638kr = 12\,096\,222kr$$

Prisen per aksje blir altså da:

$$\frac{12\,096\,222kr}{202717374} \times 1000 = 59,67kr$$

Vi anser modellen til å prise aksjen for høyt og har derfor gjort en test på hva som kan være årsaken til at prisen per aksje er TALL mye høyere enn markedsprisen 1.1.2015. Vi velger derfor å bruke Damodarans problemløsningsguide som tar for seg hvorfor vi har for høy verdi i forhold til hva vi antar er verdien.

Damodaran sier at om du kan få veldig høye verdier i denne modellen om du har capex som motvirker eller utligner avskrivningene dine i høyvekstperioden, capex som er mindre enn avskrivninger, for lang høyvekstperiode eller en vekstrate i den stabile fasen som er for høy, (Damodaran 2012b).

For vår del synes vi at fem år med høy vekst og en overgangsperiode virker som et sannsynlig estimat på bransjen, da den er i vekst og vil fortsette å vokse til markedet er mettet. Vi har brukt en vekstrate i den stabile fasen som ligger tett på historisk gjennomsnitt av risikofri rente. Vi har fra år 8 lavere enn 50% i reinvesteringssraten, noe som er med å gjøre verdien høyere. Reinvesteringssraten er 30,47% ved slutten av overgangsperioden og denne faktoren er det som avgjør at verdien på terminalverdien blir så høy som vi har sett i utregningene. Om vi i stedet hadde hatt en reinvesteringssrate på minimum 50% ville vi fått en pris på 48,21kr per aksje, noe vi anser som mer sannsynlig med bakgrunn av at Austevoll Seafood bruker oppkjøp som vekststrategi. Vi velger derfor å vise beregningen ved bruk av en minimum reinvesteringssrate i den stabile fasen med en reinvesteringssrate på minimum 50%.

År	1	2	3	4	5
Forventet vekst	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,88 %
Årsresultat	kr 1 069 517	kr 1 143 100	kr 1 221 745	kr 1 305 801	kr 1 395 640
EK.Reinvestering	73,81 %	73,81 %	73,81 %	73,81 %	73,81 %
FCFE	kr 802 477	kr 857 688	kr 916 697	kr 979 766	kr 1 047 173
Egenkapitalkostnad	10,36 %	10,36 %	10,36 %	10,36 %	10,36 %
Nåverdi	kr 727 145	kr 704 216	kr 682 010	kr 660 504	kr 639 676

Sum kr 3 413 551

År	6	7	8	9	10
Foventet vekst	6,10 %	5,33 %	4,55 %	3,78 %	3,00 %
Årsresultat	kr 1 480 830	kr 1 559 729	kr 1 630 728	kr 1 692 304	kr 1 743 073
EK.Reinvestering	69,05 %	64,29 %	59,52 %	54,76 %	50,00 %
FCFE	kr 458 351	kr 557 045	kr 660 056	kr 765 566	kr 871 537
Egenkapitalkostnad	10,30 %	10,24 %	10,19 %	10,13 %	10,07 %
Nåverdi	kr 254 506	kr 281 453	kr 303 787	kr 321 294	kr 333 884

Sum kr 1 494 924

År	11
Foventet vekst	3 %
Årsresultat	kr 1 795 365
EK.Reinvestering	50,00 %
FCFE	kr 897 683
Egenkapitalkostnad	10,07 %
Nåverdi	kr 12 697 068

Nåverdi terminalverdi kr 4 864 226

Tabell nr. 47 Justert 3 stegs FCFE modell

$$P_0 = 3\,413\,551 + 1\,394\,924 + 4\,864\,226 = 9\,772\,702kr$$

$$\frac{9\,772\,702kr}{202717374} \times 1000 = 48,21kr \text{ per aksje}$$

Denne siste fremstillingen av 3 steg FCFE modellen får en mer realistisk verdi på en aksje Austevoll Seafood, men den avhenger av at vi gjør endringer i reinvesteringraten. Vi gjør denne endringen som tidligere nevnt på bakgrunn av vekststrategien til Austevoll Seafood som går ut på å drive oppkjøp av selskaper.

9.5 DDM vs FCFE

Vi har hittil i dette kapittelet sett på to ulike tilnæringer for verdsettelse. Dividende modellene tok utgangspunkt i utbetaling av dividende og FCFE tok utgangspunkt i de frie kontantstrømmene mot egenkapitalen. I begge tilfellene så vi på modellen i konstant evig vekst, 2 stegmodeller og 3 stegmodeller. Vi reflekterte rundt prisene til de to modellene og som vi skal se på senere så er det store likheter mellom modellene og resultatene vi har fått. Så hva er egentlig forskjellen på disse to modellene egentlig? For det første har de veldig ulikt utgangspunkt og antagelser. Dividendemodellene har antakelsen om at det er kun dividende som blir utbetalt, og all annen kapital går direkte inn i å reinvestere i seg selv igjennom noen operasjonelle eiendeler, noe kontanter og andre likvider. FCFE modellene tar utgangspunkt i at den frie kontantstrømmen mot egenkapitalen blir betalt ut til aksjeeierne og resten er investert i operasjonelle eiendeler. Videre så måles vekst i FCFE igjennom inntekter fra operasjonelle aktiviteter og eiendeler der dividendemodellene måler vekst i både operasjonelle og kontante eiendeler. En annen forskjell er håndteringen av kontanter og omsettelige verdipapirer. I dividendemodellene så ligger disse inne i dividendene igjennom inntjening fra bedriften. For FCFE-modellene så har man to ulike måter å gjøre det på. Den første metoden er å ignorere kontante inntekter og verdipapir for å så legge til verdien på egenkapitalen i modellene. Eller, bygge inn antakelsene i prosjekteringen av inntekter slik vi har gjort, (Damodaran 2012b).

Videre skal vi se på resultatene vi har fått på de ulike modellene.

	DDM	Forskjell	FCFE	Forskjell				
Aksjekursen 1.1.2015		46,5						
Gordons vekstformel/ko	kr	56,70	kr	10,20	kr	52,39	kr	5,89
2 steg	kr	45,78	-kr	0,72	kr	46,81	kr	0,31
3 steg	kr	49,31	kr	2,81	kr	59,67	kr	13,17
3 steg *					kr	48,21	kr	1,71
Gjennomsnittlig forskjell			kr	4,10			kr	5,27

Tabell nr.48 Oppsummering DDM vs FCFE

Vi ser av tabellen at det er de to 2 stegmodellene som har truffet best i forhold til markedsprisen dagen vi verdsetter på. Alle andre modeller har høyere verdi på Austevoll Seafood noe som kan bety at aksjen er undervurdert dagen vi verdsetter på. Vi skal videre se på en siste måte å verdsette Austevoll Seafood på før vi på nytt oppsummerer kapittelet.

9.6 FCFF – Free Cash Flow to the Firm

Etter bedriften har solgt sine produkter/tjenester og betalt sine operasjonelle kostnader er det kontantene som blir igjen til langsiktige og kortsiktige investeringer i bedriften som kan kalles FCFF. De kortsiktige investeringene er investeringer i arbeidskapital, eksempelvis varelager eller andre omløpsmidler. De langsiktige investeringene er investeringer i anleggsmidler, eksempler på anleggsmidler er eiendom, maskiner og utstyr, (Damodaran 2001).

De kontantene som er igjen etter alle investeringene er gjort kan betales i utbytte til sine eiere eller i første rekke til de som har obligasjoner og har krav på tilbakebetaling med renter. Det er disse kontantene som kalles FCFF (free cash flow to the firm) fordi det nå er ”kostnadsfritt” å betale bedriftens investorer.

FCFF kan hovedsakelig måles på to ulike måter. Den ene er å finne kontantstrømmene til alle interessenter til bedriften. På den måten vil kontantstrømmer til aksjonærer, igjennom dividender eller tilbakekjøp av aksjer, bli lagt til kontantstrømmene til gjelden. Gjeldens kontantstrøm skal fra før inneholde rentebetalinger, utsatt skattefordel og avdragsbetalinger. Når kontantstrømmene til interessentene blir lagt til gjeldens kontantstrøm har du oppnådd å få en fri kontantstrøm for bedriften – FCFF. Den andre tilnærmingen er å estimere kontantstrømmene til firmaet før gjeldsbetalinger, men etter reinvesteringer er gjennomført. Metodene skal gi samme resultat, (Damodaran 2001; Mills 1994) (Damodaran 2001; Mills 1994; DePamphilis 2012).

Free Cash Flow to Firm (FCFF) er summen av alle kontantstrømmene som tilfaller investorene i selskapet, inkludert aksjonærer og obligasjonseiere og kan skrives på følgende måte:

$$FCFF = EBITx(1 - Skatterente) + Avskrivninger - CapEx - \Delta Arbeidskapital$$

Formel nr.23 Free Cash Flow to Firm

Det gir følgende beregninger for Austevoll Seafood:

$$FCFF\ 2014 = 1\ 855\ 768x(1 - 27\%) + 630\ 308 - 994\ 489 - 1\ 143\ 486 = 348\ 101$$

I beregningen av FCFF 2014 har vi benyttet EBIT (earnings before interest tax og verdijustering av biomasse) for 2014, 27 % i skatterente og avskrivninger, CapEx og endring i arbeidskapital er alle tall fra 2014. Beregningen har blitt gjort for alle årene fra 2010 til og med 2014. Merk at det er forskjellig skatterente i 2014 kontra de øvrige årene, henholdsvis 27% og 28%. For å gi et anslag for hva FCFF blir i 2015, har vi tatt et geometrisk gjennomsnitt av FCFF for årene 2010-2014. Det har vi gjort for å beregne FCFF Stable Growth Model.

9.6.1 Stable Growth Model FCFF

For å beregne verdien av et selskap ved å bruke FCFF som tilnærming, diskonteres den frie kontantstrømmen ved bruk av WACC. Inkorporert i selskapsverdien er skattelettelsen man oppnår ved å ha gjeld og den ekstra risikoen som er forbundet med å ha gjeld. På samme måte som ved bruk av dividende modellen og FCFE modellen, er FCFF avhengig av hvilke antagelser som blir gjort rundt den fremtidige veksten i selskapet. Stable Growth modellen benytter seg av en vekstrate som kan opprettholdes i overskuelig framtid. I tillegg må det beregnes hva FCFF blir i 2015. Det har vi gjort ved å ta et geometrisk gjennomsnitt av FCFF-verdiene for årene 2010-2014. Det geometriske gjennomsnittet ga oss en estimert FCFF-verdi i 2015 på 260 628,55,-.

FCFF	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	kr 1 983 775	kr 1 533 434	kr 636 027	kr 1 711 395	kr 1 855 768
Skatterente	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %	27,00 %
Avskrivninger og nedskrivninger	kr 498 290	kr 507 749	kr 508 186	kr 579 156	kr 630 308
CapEx	kr 454 647	kr 736 268	kr 719 134	kr 941 791	kr 994 489
Endring i arbeidskapital	kr 1 755 699,0	kr -1 016 432,0	kr 1 215 825,0	kr 1 544 468,0	kr 1 143 486,0
FCFF	271 719	2 321 347	-790 746	-195 708	348 101

Tabell nr.49 FCFF

Modellen for FCFF Stable Growth Model skrives på følgende måte:

$$\text{Verdisum} = \frac{FCFF_1}{(WACC - g_n)}$$

Hvor $FCFF_1$ = Forventet FCFF neste år.

$WACC$ = Weighted Average Cost of Capital.

g_n = Evig vekst i FCFF.

Formel nr.23 Stable Growth Firm

Faktoren WACC har blitt beregnet i eget kapittel. Faktoren evig vekst i FCFF (g_n) argumenterer vi for å benytte den vekstraten vi kom fram til i 2-steps dividendemodell.

$$9\,476\,219\,803 = \frac{260\,628,55}{(7,88\% - 5,13\%)} \times 1000$$

Årsaken til at verdisummen ganges opp med 1000 er fordi at EBIT er skrevet som tall i 1000. Når vi nå har en verdisum, altså en verdi på selskapet, kan vi dele på antall utstedte aksjer og finne verdien per aksje.

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\text{Verdisum}}{\text{Antall utstedte aksjer}} = \frac{9\,476\,219\,803}{202\,717\,374} = 46,75 \text{ verdi per aksje}$$

Den neste modellen innen FCFF er to-steps modellen.

9.6.2 To-steps FCFF modell

To-steps FCFF modell beregner verdien av et selskap med to ulike vekstperioder. En periode med høy vekst for så å gå i en stabil vekstperiode. Vi har tatt utgangspunkt i at Austevoll Seafood har en 5-årig periode med høy vekst. Viktig å poengtere at i denne modellen skiller man mellom to ulike WACC-tall og to ulike veksttall. Det WACC-tallet som allerede er beregnet tidligere i FCFF benyttes som WACC high-growth, mens WACC stable-growth er beregnet i WACC-kapittelet. Forskjellen mellom high-growth og stable-growth WACC er at det benyttes ulik beta, henholdsvis unlevered og levered.

Begge tallene for vekst er beregnet i kapittelet som omhandler dividendemodellen som igjen referer til blant annet Marine Harvest sin «Salmon Industry Handbook 2014».

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{hg})^t}$$

Hvor $FCFF_t$ = Estimert FCFF for hvert enkelt år.

$WACC_{hg}$ = WACC i høyvekstperiode.

Formel nr.24 FCFF to-steg første ledd

Modellen ovenfor er høyvekstperioden i en to-steps FCFF modell. FCFF stiger tilsvarende den høye veksten i perioden og diskonteres på WACC-tallet for høyvekst. Vi forutsetter en 5års høyvekstperiode.

$$\sum_{t=1}^{t=5} \frac{260\,629 \times (1 + 6,88\%)^t}{(1 + 7,88\%)^t} + \frac{278\,559 \times (1 + 6,88\%)^2}{(1 + 7,88\%)^2} + \frac{297\,724 \times (1 + 6,88\%)^3}{(1 + 7,88\%)^3} + \frac{318\,208 \times (1 + 6,88\%)^4}{(1 + 7,88\%)^4} + \frac{340\,100 \times (1 + 6,88\%)^5}{(1 + 7,88\%)^5} = 1\,267\,346$$

Etter 5 år med høy vekst ender selskapet i en stabil vekstfase. Den stabile vekstfasen er formulert nedenfor:

$$+ \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC_{st} - g_n)]}{(1 + WACC_{hg})^n}$$

Hvor $FCFF_{n+1}$ = Estimert FCFF det 6. året.

$WACC_{st}$ = WACC i stabil vekstperiode.

g_n = Evig vekst i FCFF.

Formel nr.25 FCFF to-steps andre ledd

$$+ \frac{[382\,147/(7,73\% - 5,13\%)]}{(1 + 7,88\%)^6} = 9\,324\,206$$

Når begge vekstfasene er beregnet slås de sammen til én verdisum. Også her må vi gange opp med 1000 da FCFF-tallene er oppgitt i 1000.

$$(1\,267\,346 + 9\,324\,206) \times 1000 = 10\,591\,552\,000$$

Da vi har følgende verdisum eller verdi på selskapet, kan vi finne ut hva hver aksjer er verdt i verdi. Det gjør vi ved å dele verdisummen på antall aksjer.

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\text{Verdisum}}{\text{Antall utstedte aksjer}} = \frac{10\,591\,552\,000}{202\,717\,374} = 52,25 \text{ Verdi per aksje}$$

Formel nr.26 verdi per aksje

Verdsettelse av Austevoll Seafood ASA ved bruk av FCFF to-steps modellen gir oss en verdi på 52,25 kroner per aksje.

9.6.3 Tre-steps FCFF modell

Den siste metoden innen FCFF som vil bli beregnet er tre-steps modellen. Forskjellen mellom to-steps og tre-steps er at man tar høyde for at selskapet ikke endrer sin forutsetning for vekst «over natten», men at man har en overgangsperiode før man havner i stabilt vekstmodus.

Vi antar en 5 års periode med høyere vekst før selskapet går over i en såkalt overgangsperiode før det ender i en stabil vekstperiode det 11. året.

Andre nøkkeltall som er beregnet i forbindelse med verdsettelsen av Austevoll Seafood ved hjelp av en tre-steps FCFF modell er Reinvestment Rate, kapitalens omløpshastighet og Return on Capital.

$$ROC = \frac{EBIT \times (1 - \text{skatterente})}{\text{Bokført EK} + \text{Bokført Gjeld} - \text{Kontanter og kontantekvivalenter}}$$

Formel nr.27 ROC

$$ROC = \frac{1\,855\,768 \times (1 - 27\%)}{12\,360\,106 + 10\,983\,891 - 2\,198\,148} = 6,40\%$$

$$\text{Kapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Salgsinntekter}}{\text{Bokført total kapital}} = \frac{14\,344\,177}{23\,343\,997} = 0,61$$

Formel nr.28 Kapitalens omløpshastighet

$$\text{Reinvestment Rate (RiR)} = \frac{\text{CapEx} + \Delta \text{ikke} - \text{kontant arbeidskapital}}{EBIT \times (1 - t)}$$

Hvor $EBIT \times (1-t) = EBIT$ minus skatt.

Formel nr.29 Reinvestment rate

Reinvesteringsrenten har vi beregnet for hvert av årene mellom 2010 og 2014.

	2010	2011	2012	2013	2014	gj.
Reinvestment rate	73,05 %	13,36 %	470,72 %	260,12 %	-66,72 %	150,11 %

Tabell nr.50 Reinvesteringsraten

Som vi ser av reinvesteringsrenten varierer den noe voldsomt fra år til år. Dette har sammenheng med Austevoll Seafood sin strategi, hvor mye av veksten skjer gjennom oppkjøp av mindre selskaper. Det betyr at enkelte år er reinvesteringsrenten veldig høy og andre år veldig lav. Det ble foretatt et gjennomsnitt av reinvesteringsrenten i perioden 2010-2014, det ga hele 150%. Vi vil argumentere for å benytte en reinvesteringsrente i høyvekstperioden som er halvparten av det gjennomsnittet vi fikk. Vårt hovedargument er at det er en faktor som er veldig volatil og henger sammen med oppkjøpsstrategien til Austevoll, men også mener vi at en reinvesteringsrente på over 100% i snitt i fem år ikke er noe som kan ansees som reelt. En reinvesteringsrente på over 100% i snitt gir også negativ nåverdi av FCFF fra høyvekstperioden. Den stabile reinvesteringsrenten, det vil si den renten vi tror det vil ligge på i det 11. året har vi satt til 65%.

Når vi nå har beregnet ROC, RiR og kapitalens omløpshastighet kan vi sette dette inn i en tre-stegs FCFF modell i tillegg til andre faktorer som er beregnet tidligere.

Inputs:	
EBIT 2014	1 855 768
Skatterente i høy vekstperiode	27,00 %
Skatterente i stabil vekstperiode	27,00 %
Vekstrate i høy vekstperiode	6,88 %
Reinvestment Rate i høy vekstperiode	75,00 %
Vekstrate i stabil vekstperiode	5,13 %
Kapitalens omløpshastighet i stabil vekstperiode	0,61
ROC i stabil vekstperiode	6,40 %
Reinvestment Rate i stabil vekstperiode	65,00 %
WACC	9,18 %
Langsiktig WACC	9,00 %
Bokført gjeld	10 983 891
Opsjoner	0
Antall utstedte aksjer	202 717 374

Tabell nr.51 Utdrag 3 steg FCFF modell 1

Noe som gir følgende kontantstrømmer for høyvekstperioden:

Estimerte kontantstrømmer:					
År	1	2	3	4	5
Vekstrate	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,88 %	6,88 %
Reinvestment Rate	75,00 %	75,00 %	75,00 %	75,00 %	75,00 %
Skatterente	27,00 %	27,00 %	27,00 %	27,00 %	27,00 %
WACC	9,18 %	9,18 %	9,18 %	9,18 %	9,18 %
EBIT	1 983 445	2 119 906	2 265 755	2 421 639	2 588 248
EBIT x (1-skatterente)	1 447 915	1 547 531	1 654 001	1 767 797	1 889 421
Reinvesteringer	1 085 936	1 160 648	1 240 501	1 325 848	1 417 066
FCFF	361 979	386 883	413 500	441 949	472 355
PV av FCFF	331 543	324 559	317 722	311 028	304 476

Tabell nr. 52 Utdrag 3 steg FCFF modell 2

Og følgende kontantstrømmer fra den stabile vekstperioden:

6	7	8	9	10	11
6,59 %	6,30 %	6,01 %	5,71 %	5,42 %	5,13 %
73,33 %	71,67 %	70,00 %	68,33 %	66,67 %	65,00 %
27,00 %	27,00 %	27,00 %	27,00 %	27,00 %	27,00 %
9,18 %	9,18 %	9,18 %	9,18 %	9,18 %	9,00 %
2 758 771	2 932 481	3 108 577	3 286 180	3 464 346	3 642 067
2 013 902	2 140 711	2 269 261	2 398 911	2 528 972	2 658 709
1 476 862	1 534 176	1 588 483	1 639 256	1 685 982	1 728 161
537 041	606 535	680 778	759 655	842 991	930 548
317 065	327 985	337 179	344 611	350 261	10 156 939

Tabell nr. 53 Utdrag 3 steg FCFF modell 3

Som tidligere beskrevet, ser vi at første 5 årene har høy vekst før det ender i normal vekst det 11. året. De estimerte kontantstrømmene gir oss følgende verdivurdering og pris per aksje:

Verdivurdering	
PV av høy vekstperiode FCFF	3 266 429
Terminalpris	24 045 168
PV av terminalpris	10 156 939
Total verdi av operasjonell kontantstrøm	13 423 368
Kontanter og kontantekvivalenter	2 198 148
Ikke-konsoliderte eierandeler	0
Verdisum	15 621 516
Bokført gjeld	10 983 891
Minoritetsinteresser	445 561
Skattelettelser fra opsjoner	0
Verdisum	11 445 073 516
% av terminalpris	75,67 %
Verdi per aksje	kr 56,46
52 ukers prismål	kr 62,31

Tabell nr. 54 Utdrag 3 steg FCFF modell 4

Verdsettelsen av Austevoll Seafood ved bruk av FCFF tre-steps modellen gir oss 56,46 i verdi per aksje.

9.7 Oppsummering av verdsettelsen

Vi har i dette kapittelet gått igjennom tre ulike tilnærminger for verdsettelse og utført tre ulike modeller for hver tilnærming. Vi har forklart og utført dividendemodeller, FCFE-modeller og FCFF-modeller. Vi skal nå vise hvilke resultater vi har fått og foreta en analyse på hvilke modeller vi mener passer best for bransjen og for Austevoll Seafood spesielt.

Vi startet verdsettelsen med å forklare og beregne dividendemodeller. Den første modellen vi gikk igjennom var Gordons vekstformel som tok utgangspunkt i evig vekst på et stabilt nivå, og var tilpasset bedrifter som var moden. Vi konkluderer med at modellen ikke passer helt til Austevoll Seafood da vi så en kobling med en kontinuerlig høy vekst i makroøkonomien for sjømat. Denne veksten vil ikke gi seg på en god stund, så derfor vil en stabiliseringsmodell som Gordons vekstformel være feil å bruke, selv om verdien gav oss et godt utgangspunkt for senere modeller. Modellen gav en verdi per aksje pålydende 56,70kr. Den neste dividendemodellen vi beregnet var 2 stegmodellen. Denne modellen tok utgangspunkt i at det er en periode med høy vekst og at etter fem år stabiliserer markedet seg. Modellen har sine svakheter i overgangen mellom de to periodene fordi det ikke er en jevn overgang. Modellen passer egentlig ganske godt med de strategiske analysene våre som prosjekterer videre vekst, men med et fall etter x antall år til den stabile vekstfasen. Verdien på 2 stegmodellen ble 45,78kr. Dette er den verdien som er nærmest markedsverdien den 1.1.2015 av dividendemodellene. Vi vil allikevel argumentere for at den ikke er den beste modellen for verdsettelse av Austevoll Seafood, da analyseperioden muligens er for kort og at det ikke finnes noen god overgang mellom vekstperiodene. Den siste dividendemodellen er den dividendemodellen som har flest inputs. Dette gjør modellen komplisert og vanskelig å gjøre raskt nok til å eventuelt kunne utnytte feilprising av aksjen. Vi vil allikevel hevde at denne modellen som den beste for å verdsette Austevoll Seafood fordi den går over et langt hendelsesforløp. Modellen har fem år med høy vekst og fem år med avtakende vekst før den stabiliserer seg på en vekstrate tett mot risikofrirente. Vi kan relatere sjømatnæringen og Austevoll Seafood til denne prosjekterte veksten basert på at markedene for fisk har hatt stabil høy vekst i de siste årene. Denne veksten kan vare i ti år til eller den kan vare i tjue år til. Vi har med bakgrunn i strategikapittelet satt høyvekstperioden til fem år med påfølgende avtakende vekst de neste fem årene før den stabile vekstfasen avslutter modellen. Verdien vi fikk ved beregning av denne modellen ble 49,31kr som ligger litt over markedets prising av aksjen på verdsettelsestidspunktet.

Den neste kategorien modeller var Free Cash Flow to Equity-modeller, også kalt FCFE-modeller. Vi startet også disse modellene med en modell med konstant vekst. På samme måte som med Gordons vekstformel var vi ikke veldig opptatt av hvilken verdi modellen ville gi oss, fordi vi går ut i fra at Austevoll Seafood vil fortsette med å ha sterk vekst de neste årene. Vi brukte modellen mer som en guide mot å se på hvordan verdi Austevoll Seafood har og om det er over – eller underkurs. Verdien på konstant vekst formelen ble 52,31kr noe som vil si at i følge formelen er Austevoll Seafood underpriset til om lag 5,89kr. Vi tror denne modellen anslår verdien noe høyt, selv om vi tror at verdien kanskje burde vært høyere enn den faktisk er. Den neste modellen vi brukte var en 2 stegmodell. Denne modellen tar utgangspunkt i det samme som 2 steg dividendemodell. To perioder med ulik vekst, der den første perioden har høy vekst og den andre har en vekst tilnærmet lik risikofrirente. Modellen har mange av de samme styrker og svakheter som 2 steg dividendemodellen har. På grunn av at den ikke legger opp til en periode der veksten gradvis avtar, vil vi heller ikke anbefale denne modellen for å verdsette sjømatelskap og Austevoll Seafood. Prisen vi fikk av denne beregningen var 46,81kr og er vårt beste estimat i forhold til markedsprisen med en forskjell på kun 31øre. Den siste modellen vi brukte for å verdsette i FCFE-kategorien var 3 steg FCFE-modell. Den tar på samme måte som 3 steg dividendemodellen for seg tre perioder med vekst. En periode med sterk vekst og en overgangsperiode til den stabile veksten. Svakheten med modellen er at det er mange inputs og at den er svært følsom for beta i beregningen i nøkkeltallene, den er også veldig følsom for reinvesteringer og hvor mye som skal betales ut til investorene. Etter vanlig utregning av modellen fikk vi en pris på 59,67kr. Dette synes vi var en veldig høy pris ettersom den avviker med 13,71kr fra markedsverdien 1.1.2015. Problemet vi så var at etter det 8.året var reinvesteringene lavere enn 50%. Dette medførte store verdier for potensielle investorer og førte til at prisen i år 0 ble altfor høy. Etter en endring i reinvesteringsrenten med bakgrunn fra strategien om oppkjøp som vekststrategi beregnet vi modellen på nytt og fikk en pris på 48,21kr. Denne prisen avviker med 1,71kr og er et mye bedre estimat på hvilken verdi vi tror Austevoll Seafood faktisk burde ha. Denne verdien er som nevnt noe høyere enn hva verdien markedet har satt den til og dette er gjennomgående for de fleste verdiberegningene vi har gjort for Austevoll Seafood.

Den siste kategorien med verdsettelsesmodeller er Free Cash Flow for the Firm-modellene, eller FCFF-modellene. Vi startet her også med en modell som tok utgangspunkt i konstant vekst i evig tid. I beregningen av denne modellen fikk vi et estimat på 46,75 kroner per aksje, noe som er svært nære det aksjen omsettes for på Oslo Børs i skrivende stund. Aksjen omsettes for 46,50 kroner 01.01.2015.

Denne modellen er som de andre ”1 steg modellene” og er veldig følsom for faktorene som benyttes. Vi anser prisestimatet for å være sannsynlig i forhold til Austevoll Seafood. Videre brukte vi også en 2 steg FCFF modell. Modellen har flere inputs enn konstant vekst formelen, men har samme svakheter vi også har sett i de andre 2 steg formlene. Perioden med høy vekst går direkte over til evigvarende stabil vekst nærmere den veksten som økonomien i landet selskapet operer i, vokser med. Prisen vi får fra beregningen av modellen er på 52,25 kroner per aksje. Vi anser en oppside i Austevoll Seafood på i overkant av 12% som sannsynlig (fra kurs 46,50).

Den siste modellen inne kategorien FCFF er tre stegs modellen. Utgangspunktet er at to stegs modellen ikke er realistisk da selskapet får en annen vekstrate «over natten» og tre stegs modellen tar høyde for dette. Den har en overgangsperiode hvor veksten avtar, men ikke endrer seg total fra det ene året til det andre. Det gir bedre flyt i de estimerte kontantstrømmene. Tre stegs FCFF modellen ga oss en pris på 56,46 kroner per aksje, en oppside på 21% fra kursen som Austevoll omsettes for på Oslo Børs 01.01.2015.

Gordons vekstformel	kr	56,70
DDM 2 steg	kr	45,78
DDM 3 steg	kr	49,31
FCFE konstant vekst	kr	52,39
FCFE 2 steg	kr	46,81
FCFE 3 steg	kr	59,67
FCFF konstant vekst	kr	46,75
FCFF 2 steg	kr	52,25
FCFF 3 steg	kr	56,46

Tabell nr.55 Oppsummering verdier

10. Oppsummering og konklusjon

Masteroppgaven har hatt som formål å finne verdien på en aksje i Austevoll Seafood ASA. Det har blitt belyst gjennom fundamental og strategisk analyse. Ut i fra analysene har vi kommet fram til at Austevoll Seafood er riktig priset i markedet og viser en potensiell oppside i aksjen, avhengig av hvilken modell man legger til grunn.

Vi startet denne oppgaven med å gå igjennom hvorfor det er interessant å verdsette et oppdrettsselskap, og satte problemstillingen:

”Hvilken verdi har én aksje, og hvordan påvirker det strategiske miljøet prisen på Austevoll Seafood?”

Vi brukte deler av oppgaven til å diskutere reliabilitet og validitet i forhold til oppgaven og hvilke kilder som har blitt brukt.

Våre hovedinntrykk fra den strategiske analysen har vært at økt etterspørsel etter mat og spesielt laks anført av en global befolkningsvekst er positivt for selskapet og kommer ytterligere frem i den strategiske analysen. Dog finnes det hindringer som handelsblokader, miljøavtrykk og andre makropolitisk-, og økonomiske forhold som kan sette en stopper for tilbudet ut i markedet.

I den fundamentale regnskapsanalysen har vi diskutert teori og beregnet nøkkeltall, som senere har blitt benyttet til å beregne selskapets verdi. Modellene vi har fokusert på har vært dividendemodeller, frie kontantstrømmer mot egenkapitalen og frie kontantstrømmer mot bedriften. Ut i fra den strategiske og fundamentale analysen mener vi at vi har et godt grunnlag for å konkludere med at Austevoll Seafood er riktig priset, med en mulig oppside på opp mot 13 kroner per aksje.

11. Kildehenvisninger

11.1 Bøker

Besanko, David. 2013. *Economics of Strategy*. Hoboken, N.J.: Wiley.

Blumberg, Boris, Donald R. Cooper, and Pamela S. Schindler. 2011. *Business Research Methods*. McGraw-Hill Higher Education.

Boye, Knut 1937-2008, and Steen 1972- Koekebakker. 2006. *Finansielle Emner*. Oslo: Cappelen akademisk.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Franklin Allen. 2014. *Principles of Corporate Finance*. Maidenhead: McGraw-Hill.

Brigham, Eugene F., and Michael C. Ehrhardt. 2011a. *Financial Management: Theory and Practice*. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning.

———. 2011b. *Financial Management: Theory and Practice*. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning.

Cooper, Donald R., and Pamela S. Schindler. 2008. *Business Research Methods*. Boston: McGraw-Hill.

Damodaran, Aswath. 2001. *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. London: Financial Times/Prentice Hall.

———. 2008. *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. Upper Saddle River, N.J.: Wharton School Pub.

———. 2012a. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Hoboken, N.J.: Wiley.

———. 2012b. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Hoboken, N.J.: Wiley.

DePamphilis, Donald M. 2012. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*. Amsterdam: Academic Press.

Gjesdal, Frøystein, and Thore 1946- Johnsen. 1999a. *Kravsetting, Lønnsomhetsmåling Og*

Verdivurdering. Oslo: Cappelen akademisk forl.

———. 1999b. *Kravsetting, Lønnsomhetsmåling Og Verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.

G. Stewart. 1991. *The Quest for Value: The EVA Management Guide*. HarperBusiness.

Jacobsen, Dag Ingvar 1959-, and Jan 1951- Thorsvik. 2013. *Hvordan Organisasjoner Fungerer*. Bergen: Fagbokforl.

Jobber, David. 2007. *Principles and Practice of Marketing*. London: McGraw-Hill.

Johannessen, Asbjørn 1952-, Line 1964- Christoffersen, and Per Arne 1963- Tufte. 2011. *Forskningsmetode for Økonomisk-Administrative Fag*. Oslo: Abstrakt forl.

Johnson, Gerry, Kevan Scholes, Richard Whittington, and Steve Pyle. 2011. *Exploring Strategy [text & Cases]*. Harlow: FT Prentice Hall.

Kaldestad, Yngve 1977-, and Bjarne Møller. 2011. *Verdivurdering: Teoretiske Modeller Og Praktiske Teknikker for Å Verdsette Selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.

Melicher, Ronald W., and Edgar A. Norton. 2003. *Finance: Introduction to Institutions, Investments, and Management*. New York: John Wiley.

Mills, Roger W. 1994. *Finance, Strategy and Strategic Value Analysis: Linking Two Key Business Issues*. Lechlade: Mars Business.

Neale, Bill, and Trefor McElroy. 2004. *Business Finance: A Value-Based Approach*. Harlow: Prentice Hall.

Palepu, Krishna G., Paul M. Healy, and Erik Peek. 2013. *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition*. Andover: Cengage Learning.

Penman, Stephen H. 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill.

Pignataro, Paul. 2013. *Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment*

Banking and Private Equity. Hoboken, N.J.: J. Wiley & Sons.

Roos, Göran. 2014. *Strategi: En Innføring*. Bergen: Fagbokforl.

Stewart, G. Bennett. 1991. *The Quest for Value: The EVA Management Guide*. [New York]: HarperBusiness.

Young, S. David, and Stephen F. O’Byrne. 2001a. *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill.

———. 2001b. *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill.

11.2 Rapporter

Austevoll Seafood. 2014. *Annual Report 2013*. Årsrapport.

<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=351722>.

Lerøy Seafood Group. 2013. *Lerøy Årsrapport 2013*.

———. 2015. “Kort Om Lerøy | Lerøy.” Accessed January 13.

<https://www.leroyseafood.com/Storkjokken/Om-Leroy-Sjomatgruppen/Kort-om-Leroy/>.

Marine Harvest. 2014. *Salmon Farming Industry Handbook 2014*.

<http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/handbook-2014.pdf>.

———. 2015. *MHG Annual Report 2014*.

<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=376544>.

Olafsen, Trude, Ulf Winther, Yngvar Olsen, and Jorunn Skjermo. n.d. *Verdiskaping basert på produktive hav i 2050*. <http://www.ntnu.no/documents/15827539/0/verdiskaping-basert-pa-produktive-hav-i-2050.pdf>

11.3 Foredrag

Aspaker, Elisabeth. 2015. "Sjømatnæringen - En Fremtidsnæring Å Satse På." In . Universitetet i Nordland. <http://www.havetsdogn.com/>.

Chrømer, Christian. 2015. "Fra Slogfunk Til Norges Mest Attraktive Næring." In . Universitetet i Nordland. <http://www.havetsdogn.com/#!/christianchrømer/c1x2k>.

Fredheim, Arne. 2015. "Fremtidens Havbruksnæring - Teknologiske Muligheter Som Kan Skape Bærekraftig Vekst." In . Universitetet i Nordland. <http://www.havetsdogn.com/#!/program/cbex>.

Rokkan, Kriss. 2015. "Den Blå Framtiden: Nye Retter På Sjømatmenyen?" In . Universitetet i Nordland. <http://www.havetsdogn.com/#!/program/cbex>.

Solheim, Turid Lande. 2015. "Fremtiden Ligger I Havet. Rett under Overflaten." In . Universitetet i Nordland. <http://www.havetsdogn.com/#!/turid-lande-solheim/c1pkb>.

11.4 Nettressurser

AUSS. 2015. "About AUSS." Lest Januar 15. <http://www.auss.no/about-us/auss.aspx>.

Fiskeridepartementet, Nærings-og. 2015. "Eksporten av sjømat slår alle rekorder." Pressemelding. *Regjeringen.no*. January 7. <http://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/eksporten-av-sjomat-slar-alle-rekorder/id2357894/>.

Fiskeridepartementet, Nærings-og. 2015. "Eksporten av sjømat slår alle rekorder." Pressemelding. *Regjeringen.no*. January 7. <http://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/eksporten-av-sjomat-slar-alle-rekorder/id2357894/>.

"Laksefakta." 2015. Accessed January 19. <http://www.laksefakta.no/>.

"Laksens Livssyklus." 2015. Accessed January 21. <http://www.marineharvest.com/no/products/seafood-value-chain/>.

Lederkilden. 2015. "Ordlister." *Ordlister*. <http://www.lederkilden.no/ordliste/substitutt>.

Norges lover. 2005. *Akvakulturloven*. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>.

Norges Lover. 2015. *Forskrift Om Fellesansvar for Utfisking Mv. Av Rømt Oppdrettsfisk*. <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2015-02-05-89?q=utfisking>.

NRS. 2014. "Norway Royal Salmon ASA: Tildelt 9 Nye Grønne Konesjoner I Gruppe A." December 22.

<http://inpublic.globenewswire.com/2014/12/22/Norway+Royal+Salmon+ASA+Tildelt+9+nye+gr%C3%B8nne+konesjoner+i+gruppe+A+HUG1882612.html>.

"Pelagic Fish - Wikipedia, the Free Encyclopedia." 2015. Accessed January 26.

http://en.wikipedia.org/wiki/Pelagic_fish.

PwC. 2014. *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014*. PwC.

http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf.

Sander, Kjetil. 2015. "Hva Er et Forskningsdesign, Og Hvordan Velge Riktig Forskningsdesign?" *Kunnskapssenteret.com*. Accessed April 30.

<http://kunnskapssenteret.com/hva-er-forskningsdesign/>.

Sjømatrådet. 2015. *Nøkkeltall - Presentasjon Av Norsk Sjømatseksport 2014*.

<http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/N%C3%B8kkeltall>.

Sjømatrådet, Norges. 2015. "Økt Eksport Av Pelagisk Fisk I 2014 - Norges Sjømatråd."

Norges Sjømatråd. Accessed January 12. <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/%E2%80%8B%C3%98kt-eksport-av-pelagisk-fisk-i-2014>.

Skatteetaten. 2015. "Fritaksmetoden." Text. February 26.

<http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Rettskilder/Handboker/Lignings-ABC/Kapitler/F/?mainchapter=102871&chapter=102907#x102907>.

SSB. 2015. "Akvakultur - Årlig, Endelige Tall - SSB." <http://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2014-10-30>.

Stoltz, Gerhard. 2014. “vertikal integrasjon.” *Store norske leksikon*.
http://snl.no/vertikal_integrasjon.

US Department of Commerce, National Oceanic and Atmospheric Administration. 2015.
 “What Are Pelagic Fish?” Accessed January 26.
<http://oceanservice.noaa.gov/facts/pelagic.html>.

Utenriksdepartementet. 2015a. “Landsider - Chile Økonomi.” *Landsider*.
<http://www.landsider.no/land/chile/fakta/politikk/#contentinfoanchor>.
 ———. 2015b. “Landsider - Chile Politikk.” *Landsider*.
<http://www.landsider.no/land/chile/fakta/politikk/#contentinfoanchor>.
 ———. 2015c. “Landsider - Peru Økonomi.” *Landsider*.
<http://www.landsider.no/land/peru/fakta/okonomi/#contentinfoanchor>.
 ———. 2015d. “Landsider - Peru Politikk.” *Landsider*.
<http://www.landsider.no/land/peru/fakta/politikk/#contentinfoanchor>.

Vøllestad, Asbjørn. 2015. “Laksefamilien – Store Norske Leksikon.” Accessed January 21.
<https://snl.no/laksefamilien>.

Wæhle, Espen, and Aksel Braanen Sterri. 2014. “case studie.” *Store norske leksikon*.
http://snl.no/case_studie.

økonomi.no. 2015. “Ordliste.” *Ordliste*. <http://oekonomi.no/ordliste/category/s/>.

11.5 Journaler

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1992. “The Cross-Section of Expected Stock Returns.” *The Journal of Finance* 47 (2): 427–65.
 ———. 1993. “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds.” *Journal of Financial Economics* 33 (1): 3–56.

Miljødirektoratet. 2012. “Fiskeoppdrett.” *Miljøstatus I Norge*.
<http://www.miljostatus.no/Tema/Hav-og-kyst/Fiskeoppdrett/>

11.6 Aviser

Aftenposten, Redaksjonen. 2015. "Norges Tvetydige Forhold Til Kina." *Aftenposten*. December 1. <http://www.aftenposten.no/share/article7607499.ece>.

Grande, Arne. 2015. "Fisken Bytter Marked." *Www.dn.no*. Accessed January 12. <http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2014/09/04/2158/Fem-kjappe/fisken-bytter-marked>.

Hellstrøm, Ulf Peter. 2014. "Kina Stanser Hel Norsk Laks." *Aftenposten*. <http://www.aftenposten.no/share/article-7696556.html>.

Klo, Allan, and Anita Føleide. 2014. "Rognkjeks Mot Lakselus." *NRK*. December 12. <http://www.nrk.no/troms/rognkjeks-mot-lakselus-1.12097135>.

Laugen, Stig Tore, and Rune Ytreberg. 2014. "Deler Ut Omstridte Konsesjoner." *Www.dn.no*. December 22. <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/12/22/1516/Laks/deler-ut-omstridte-konsesjoner>.

NRK. 2003. "Kugalskap Kan Øke Salget Av Laks." *NRK*. <http://www.nrk.no/nordland/kugalskap-kan-oke-salget-av-laks-1.92745>.

———. 2014. "– Importstopp Vil Skape Sjøkkølger." *NRK*. http://www.nrk.no/nordland/_-importstopp-vil-skape-sjokkbolger-1.11867680.

Olsen, Knut Erik, and Sigrid Grøm Bakken. 2015. "Lakse-Selger: – Det Er Rått Det Som Skjer I Markedet Nå." *NRK*. Accessed January 12. http://www.nrk.no/nordland/lakse-selger_-_det-er-ratt-det-som-skjer-i-markedet-na-1.12074605.