

# Verdivurdering av Joh. H. Pettersen AS

Mastergradsoppgave

av

Camilla Flåten



Norges Fiskerihøgskole, Universitetet i Tromsø  
Mai 2005



NFH 393

## Forord

Innleveringen av denne oppgaven markerer slutten på et fem års studium ved Norges Fiskerihøgskole. Det har vært fem lærerike og morsomme år. Studietiden har gitt nye venner, som jeg håper jeg kan holde kontakt med også i fremtiden.

Arbeidet med oppgaven har vært interessant og utfordrende. Underveis har det naturlig nok oppstått problemer og tilbakeslag, men hardt målrettet arbeid har gitt resultater. Jeg vil takke mine veiledere Terje Vassdal og Roald Støle for faglig veiledning og gode tilbakemeldninger. Videre vil jeg takke Bengt Pettersen og Steinar Pettersen i Kvaløyvågen for deres hjelp og åpenhet. Jeg vil også rette en takk til Hans Gundersen Sparebanken Nord for regnskapsinformasjon og annet nyttig materiale.

Det skal også sendes en stor takk til studiekamerater for god hjelp og oppmuntring. Til slutt vil jeg takke min nærmeste familie for den tålmodighet, støtte og forståelse de har vist gjennom alle disse årene med mye hardt arbeid.

Tromsø, mai 2005

Camilla Flåten

05c016192



# Innhold

FORORD.....	1
INNHold.....	2
1 Innledning.....	4
1.1 Sammendrag.....	5
1.2 Problemstilling .....	6
1.3 Disposisjon.....	7
2 Historikk.....	8
2.1 Beliggenhet.....	8
2.2 Forretningsmessig drift .....	9
2.3 Organisasjon og arbeidsoppgaver .....	11
3 Metodevalg / Teori .....	12
3.1 Balansebaserte metoder.....	12
3.1.1 Matematisk verdi.....	12
3.1.2 Substansverdi .....	12
3.1.3 Likvidasjonsverdi .....	13
3.2 Inntjeningsbaserte metoder .....	13
3.2.1 Dividendemodeller .....	13
3.2.2 Resultatmodeller.....	14
3.2.3 Kontantstrømbaserte modeller .....	15
3.2.4 Real – opsjoner.....	16
3.3 Valg av metode.....	17
4 Avkastningskrav .....	19
4.1 Kapitalverdimodellen .....	19
4.1.1 Risikofri rente.....	19
4.1.2 Markedets risikopremie.....	20
4.1.3 Estimering av Beta – verdi .....	22
4.2 Totalkapitalkrav .....	25
4.2.1 Avkastningskrav egenkapital .....	26
4.2.2 Avkastningskrav for selskapets gjeld.....	26
4.2.3 Egenkapital.....	27
4.2.4 Gjeld .....	27
4.2.5 Totalkapital.....	28
5 Konkurransanalyse .....	29
5.1 Markedsbeskrivelse .....	29
5.1.1 Det globale markedet .....	30
5.2 Markedet for hvitfisk.....	32
5.2.1 Tilbudet av hvitfisk .....	33
5.3 Trusler .....	35
5.3.1 Leverandører .....	35
5.3.2 Inntrengere .....	37
5.3.3 Substitutter .....	37
5.3.4 Kunder.....	38
5.3.5 Konkurrenter .....	38
6 Fremtidsutsikter og muligheter .....	41
7 Verdssettelse av Joh. H. Pettersen AS .....	45
7.1 Likviditetsanalyse.....	46
7.2 Soliditet .....	47



7.3 Rentabilitetsanalyse.....	48
7.4 Prestasjon .....	49
7.5 Estimering av fremtidig utvikling .....	50
7.5.1 Omsetning .....	51
7.5.2 Driftskostnader .....	51
7.5.3 Investeringer .....	52
7.5.4 Avskrivninger.....	52
7.5.5Arbeidskapital .....	53
8 Sensitivitetsanalyser .....	55
9 Diskusjon.....	58
10 Konklusjon .....	64
Litteraturliste .....	66
Appendiks 1.....	68
Appendiks II.....	71
Appendiks III.....	72





# 1 Innledning

Det er ofte behov for verdsettelse av en bedrift. Viktige tilfeller er ved kjøp og salg av hele eller deler av en virksomhet, ved fusjon og fisjon, ved generasjonsskifte og ved fastsettelse av takst for beregning av eiendomsskatt. Denne oppgaven vil ta for seg verdivurdering av Joh. H. Pettersen, et ikke – børsnotert selskap.

Mange bedrifter har som mål å maksimere verdien for eierne. Lønnsomme prosjekter er prosjekter som medvirker til å øke verdien til bedriften. Ved vurdering av prosjekter bør man derfor være opptatt av å kartlegge hvordan prosjekter påvirker verdien for eierne.

For børsnoterte selskaper kan man til enhver tid registrere hvordan markedet vurderer ledelsens evne til å generere verdier for selskapet totalt sett. Et børsnotert selskap kan imidlertid bestå av en rekke enheter. Det fremgår ikke av markedsverdien for selskapet hvordan hver av disse enhetene verdsettes. Det kan være nyttig for ledelsen av selskapet å verdsette enhetene med jevne mellomrom, bl.a. for å vurdere hvor godt enhetene drives.

For ikke – børsnoterte selskaper er det opplagt interessant å reflektere over hvordan verdien utvikler seg. I slike selskaper bør man derfor med jevne mellomrom prøve å kartlegge hva bedriften er verdt.

Det er i den senere tid blitt rettet et større fokus mot bedriftens verdiutvikling. Det er derfor viktig å kjenne til prinsippene for bedriftsverdsettelse.

## 1.1 Sammendrag

Joh. H. Pettersen AS driver med kjøp og bearbeiding av de fleste typer hvitfisk som landes direkte fra fiskefartøyer. Hovedaktiviteten er saltfiskproduksjon. Andre aktiviteter er blant annet produksjon og videreforedling av tørrfisk, produksjon av en del nisjeprodukter og bearbeiding og videreforedling av kvalkjøtt. I tillegg driver selskapet dagligvareforretning med blant annet salg av drivstoff til fiskeflåten.

Selskapets forretningside er å tilvirke og omsette alle typer råstoff som finnes i området, til det produkt som til enhver tid gir det beste dekningsbidrag.

Bedriften ligger i Kvaløyvåg, 35 kilometer fra Tromsø sentrum, og har en unik beliggenhet i forhold til by - sentrum og fiskefeltene Malangsrunden, Søyla og Mulegga. Havna er fra naturens side god hvor fiskebåter kan ligge trygt i all slags vær.

Selskapet eies av Steinar Johan Pettersen (32 %), kona Vigdis Pettersen (32 %), barna Jens Petter Pettersen (12 %), Stig Vidar Pettersen (12 %) og Monica Pettersen (12 %). Steinar Pettersen var daglig leder og styreformann i selskapet frem til oktober 2003, da tok Bengt Pettersen over som daglig leder. Steinar ønsker nå å trekke seg ut av selskapet og da hans barn ikke ønsker å ta over familiebedriften ønsker han å selge det til Bengt Pettersen. De to er ikke i slekt, men har begge generasjoners fiskerikunnskap i ryggen. Bengt er barnebarnet til Vanna – gründer Hermann Pettersen og sønn av Frank Pettersen, som fortsatt eier ti prosent av det tidligere vannakonsernet. Det er enighet i styret om salg av virksomheten.

Bygningen er opprinnelig fra 1955, men moderniseringer er foretatt i 1982 og 2002/2003.

Selskapet hadde i 2003 et overskudd på 2.1 mill. kr mot 302 tusen kr i 2002. Bokført egenkapital er pr. 31.12.03 på 11.2 mill. kr. Driftsresultatet for 2003 viser at selskapet fremstår som et levedyktig og uavhengig selskap.

## 1.2 Problemstilling

Følgende problemstilling er valgt:

*”Hvordan vil selskapet Joh. H. Pettersens A/S utvikle seg fremover, og hva vil verdien på selskapet være i dag basert på gjeldende betingelser og forutsetning om fortsatt drift.?”*

Verdiberegningen vil omfatte følgende trinn:

- En regnskapsanalyse for å kartlegge utviklingen de siste 5 år.
- Analyse av bedriftens strategiske posisjon for å avdekke styrker og svakheter, muligheter og trusler.
- Budsjettering av fremtidige resultater for 5 år, dette basert på regnskapsanalysen og den strategiske analysen.
- Fastsettelse av avkastningskrav.
- Verdiberegning ved å diskontere forventede resultater med avkastningskravet.
- Vurdering av usikkerheten knyttet til verdianslaget. Her vil det benyttes sensitivitetsanalyser.

## 1.3 Disposisjon

Innledningsvis gis en generell presentasjon av selskapet.

I kapittel 3 presenteres de ulike verdsettelsesmodeller, samt begrunnelse for valg av modell.

Kapittel 4 tar for seg selskapets egenkapitalavkastningskrav. CAPM brukes som modell for beregning av kravet. Videre presenteres totalavkastningskravet.

I kapittel 5 og 6 gis en beskrivelse av relevante markeds- og konkurranseforhold.

Selve verdsettelsen foretas i kapittel 7. Denne vil skje på grunnlag av historiske tall og de markedsanalyser som er gjort.

I kapittel 8 blir det gjort en vurdering av usikkerheten knyttet til verdianslagene ved hjelp av sensitivitetsanalyser.

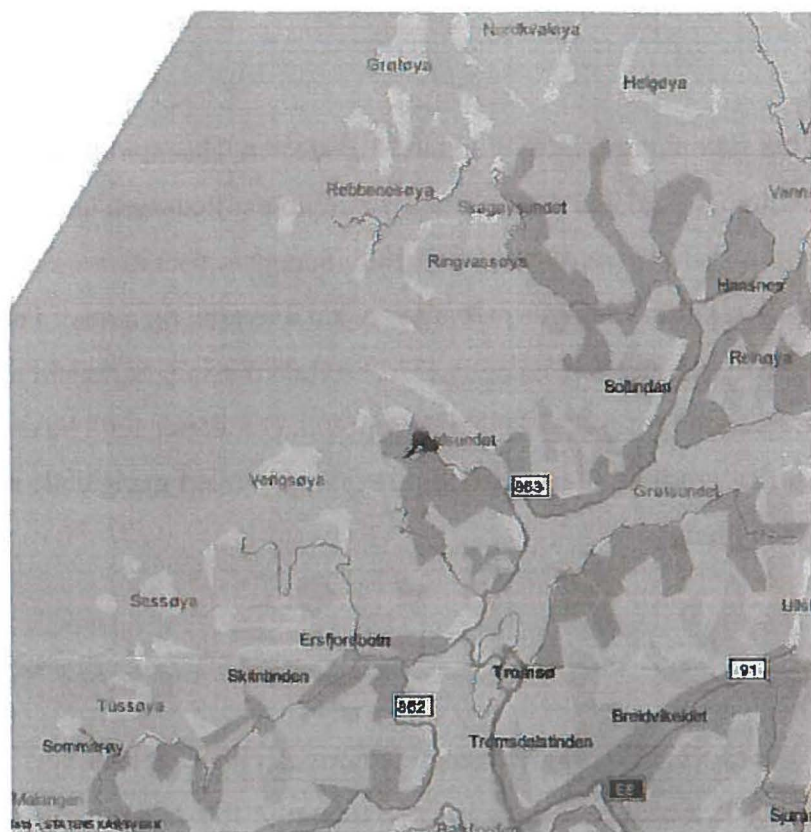
En diskusjon og rimelighetsvurdering av den verdi som er beregnet blir gjort i kapittel 9.

## 2 Historikk

Joh. H. Pettersen ble startet opp i 1918 av Johan H. Pettersen. Han startet opp med fiskebruk, landhandleri og kvalmottak. I 1962 overtok hans sønn Steinar Pettersen bedriften, og han har drevet den sammen med sin kone frem til i dag. Etter mange år som aktive eiere i selskapet ønsker de nå å trekke seg tilbake. Ingen av barna ønsker å overta, og man er i dialog med hensyn til eventuelt salg til nåværende daglig leder. Avtale om salg er inngått allerede, men forutsetninger for gjennomføring er så langt ikke oppfylt. Det dreier seg i hovedsak om manglende egenkapital i forhold til hva banken krever, og dermed manglende samlet finansiering hos daglig leder.

### 2.1 Beliggenhet

Bedriften ligger i Kvaløyvåg som ligger ytterst i Kvalsundet nord på Kvaløya. Avstanden til Tromsø sentrum er ca 35 km og reisetiden er ca 35 minutter. Joh. H. Pettersen har en unik beliggenhet i forhold til sentrum og fiskefeltene Malangsgrunnen, Søyla og Mulegga. Mulegga og Malangsgrunnen er to av Norges største skreifiskefelt. Båtene kan gå daglige turer fra Kvaløyvåg til fiskefeltene, samtidig som de får nødvendig hvile mellom hver fisketur. Havna er fra naturens side god, slik at fiskebåter kan ligge trygt i all slags vær. Dette gjør at stedet er svært attraktivt for kystbåteiere fra Tromsø som ønsker å benytte stedet som base. Mannskapet kommer seg lett vint hjem i helgene, og ved landligge. Det er greit å få service på utstyr og maskiner både fra lokalt verksted og Tromsø.



## 2.2 Forretningsmessig drift

Firmaet driver med kjøp og bearbeiding av de fleste typer hvitfisk som landes direkte fra fiskefartøyer. Hovedaktiviteten er saltfiskproduksjon, som i sin helhet selges til tidligere Vanna AS (eies i dag av det islandske selskapet GPS Norge AS), hvor sortering og eksportklarering foregår på Vannøy. En del blir pakket som ferskfisk (blankiset / fulliset) for salg til innenlandske grossister og eksport, alt etter markedspriser. Produkter som lever og rogn blir pakket som ferskvarer og ca 10 % rogn blir saltet. Dette er produkter som har gitt gode dekningsbidrag. Hoder blir tørket på hjell og eksportert til Afrika. Det produseres tørrfisk som i hovedsak eksporteres til Afrika, men også noe til Italia. Det produseres også en del nisje - produkter som f. eks boknet hyse. Slike produkter leveres i hovedsak til lokale fiskeforhandlere i Tromsø (for eksempel Dragøy).

Andre produkter er blåkveite til rundfrysing som selges på auksjon til den som betaler høyest pris. Bedriften tar også mot kvalkjøtt fra kvalfangere. Kvalkjøttet tilvirkes til biffer og

småkjøtt, og selges til forbruker, butikker, fiskebiler og grossister innenlandsk.

Til nå (2005) har det også blitt tatt i mot reker men det er besluttet å stoppe dette på grunn av liten lønnsomhet.

Tidligere har det foregått sildeproduksjon på høsten hvor råstoffet ble kjøpt gjennom avtale med Troms Pelagic A/S, Tromsø. Silda ble tilvirket til ferske, saltede og kryddrede fileter og hodekappet sukkersaltet sild, for salg til innenlandske butikker og grossister samt eksport til Finland. Også trading av laks var lenge en del av driften. Dette opphørte i august 2002 på grunn av dårlig lønnsomhet.

Driften baseres på råstofftilførsler som kan variere fra år til år. Sesongen kan inndeles slik:

Januar – april	Produksjon av torskefisk, med hovedvekt på fersk anvendelse og salting, samt hending fra april
Mai – september	Produksjon av sei, blåkkeite og kvalkjøtt
Oktober – desember	Produksjon av lutefisk og pakking av tørrfisk

I tillegg driver selskapet dagligvareforretning med blant annet salg av drivstoff til fiskeflåten.

Selskapets forretningside er å tilvirke og omsette alle typer råstoff som finnes i området, til det produkt som til enhver tid gir det beste dekningsbidrag.

Bedriften har godkjenning for ferskfisepakking, fersk filet, frysing, saltig, hending, slakting og kvalkjøtt. Videre har bedriften eksportgodkjenning for eksport av alle typer fisk.

Butikkbygningen ble oppført i 1968 og påbygd i 1981. Garasje ble oppført i 1980 og bensintanker ble gravd ned i 1997. Alt dette eies av Joh. H. Pettersen A/S. Steinar og Vigdis Pettersen bor i andre etasje i butikkbygningen, og butikken holder til i første etasje. Butikken kan lett ombygges til leiligheter/ hybler dersom det skulle være ønskelig.

På eiendommen er det oppført 3 boenheter (brakker). Disse hyblene nyttes av fiskere og innleid hjelp til bruket i sesongene.

Fiskebruket ble startet oppført i 1964. Modernisering ble foretatt i 1982 og 2002/2003.

Fiskebruket består av kai, bygning for fiskemottak og fiskeproduksjon, tørrfisklager, samt to

lagerbygninger. I tillegg eier bedriften noen fiskehjeller.

Bedriften har for tiden ingen pålegg fra kontrollverket. Bedriften har eget godkjent vannanlegg (ingen vannavgift til det offentlige) og de har godkjente løsninger for avløp, med utslipp til vågen.

## 2.3 Organisasjon og arbeidsoppgaver

Joh. H Pettersen har 6 heltidsansatte ved bruket og en heltidsansatt på butikken. Sentrale personer er:

Steinar Johan Pettersen	Styreformann
Bengt Freddy Pettersen	Daglig leder
Frode Schjølberg	selger, kjører lønninger, fakturering etc.
Vigdis Ann Pettersen	Varamedlem

Aksjonærer:

Vigdis Ann Pettersen	32 %
Steinar Johan Pettersen	32 %
Monica Pettersen	12 %
Sig Vidar Pettersen	12 %
Jens Petter Pettersen	12 %

De ansatte i Joh. H. Pettersen er interessert i å fortsette i bedriften også etter et eventuelt salg.

I sesongen innhenter bedriften ekstra bemanning fra Tromsø og på det meste er de totalt 10 personer. Det er relativt lett å få tak i ekstra folk da Kvaløyvåg ligger såpass nært Tromsø, og bedriften i tillegg kan tilby overnatting.

Regnskapet blir ført eksternt av Max Kaspersen (jobber til daglig i et regnskapsfirma) som har ført regnskapet i ca 14 år. Han har tidligere jobbet i bedriften og kjenner den godt.

Ansvarlig revisor er Are Johan Coucheron fra Røger, Coucheron & Co. AS (revisjonsberetning for 2003 er lagt ved i appendiks).



### **3 Metodevalg / Teori**

Det er i en rekke situasjoner behov for å fastsette verdien på en virksomhet. Dette for eksempel ved en emisjon, oppkjøp, fusjon, fisjon og ved fastsettelse av eiendomsskatt. Også ved den løpende styring av en bedrift er det viktig å ha en formening om hva de enkelte virksomhetsområder er verdt, samt bedriftens verdiutvikling.

Ved verdivurderinger er det flere metoder som kan benyttes. Grovt sett deles de ulike verdsettelsesmetoder inn i balanse – og inntjeningsbaserte metoder (G. Dahl et al., 1997).

#### **3.1 Balansebaserte metoder**

De balansebaserte metodene tar utgangspunkt i verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og eventuelt utsatt / latent skatt. Av metodene er de følgende mest aktuelle:

- Matematisk verdi
- Substansverdi (verdijustert egenkapital)
- Likvidasjonsverdi (Relasjonsverdi)

##### **3.1.1 Matematisk verdi**

Matematisk verdi gir uttrykk for den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital basert på aksje – og regnskapslovens vurderingsregler. De reelle og inntjeningsbaserte verdiene kan i mange tilfeller avvike sterkt fra bokført egenkapital. Normalt tillegges man ikke bokført verdi av egenkapitalen særlig vekt ved verdsettelse. Den er imidlertid aktuell for selskaper som ikke er i stand til å forrente sin bokførte egenkapital.

##### **3.1.2 Substansverdi**

Substansverdi kan defineres som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjelden. Metoden egner seg best i situasjoner hvor det eksisterer et marked der eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten. For selger vil substansverdien ofte representere den laveste verdi han kan akseptere.

### 3.1.3 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi metoden tar utgangspunkt i bokført egenkapital og sist tilgjengelige balanse. Denne korrigeres for differansen mellom bokførte verdier og relasjonsverdier for eiendeler og gjeld. Likvidasjonsverdi er et spesialtilfelle av substansverdi og nesten uten unntak lavere enn substansverdien. Dette p.g.a. at substansverdiberegninger forutsetter going concern, mens likvidasjon innebærer forsert salg der det ofte er betydelig prisavslag. Dessuten påløper det ofte store avviklingskostnader.

## 3.2 Inntjeningsbaserte metoder

Disse metodene bygger på selskapets inntjening. De vanligste modeller er (G. Dahl et al, 1978):

- Dividende modeller
- Resultatmodeller
- Kontantstrømbaserte modeller

### 3.2.1 Dividendemodeller

Dividendeverdien er nåverdien av fremtidig utbytte til aksjonærene. Teoretisk kan verdien av en aksje finnes ved følgende formel:

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

$P_0$  = verdien av en aksje på verdsettelsestidspunktet

$D_t$  = forventet dividende per aksje i år  $t$

$k_e$  = avkastningskrav for egenkapital

$t$  = år

Da det er vanskelig å prognostisere alt fremtidig utbytte for en aksje, er det vanlig å gjøre en del forenklinger når man benytter denne modellen. En vanlig antakelse er å forutsette konstant vekstrate per år i all fremtid. I Norge har det ikke vært vanlig å nytte dividendemodeller ved beregning av en bedrifts verdi. Dette har sammenheng med at bare en liten del av norske

selskapers overskudd har blitt delt ut i utbytte (sammenlignet med f. eks. USA). Det har imidlertid etter hvert blitt lagt større vekt på utbytte også for norske selskaper. Dette kan medføre at dividendemodeller blir tatt mer i bruk ved verdsettelse i Norge

### **3.2.2 Resultatmodeller**

Resultatmodeller er modeller der man forutsetter at resultatet som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidige netto kontantstrømmer. Normalresultatmetoden og ulike multiplikator modeller (eksempelvis Price/Earning, Price/Cash Flow, Price/Sale, Price/Book) er de mest brukte.

#### ***Normalresultatmetoden***

Normalresultatmetoden tar utgangspunkt i et antatt fremtidig normalresultat. Dette resultatet kapitaliseres med et avkastningskrav som skal reflektere hvor stor avkastning investorer krever utover risikofri rente for å kompensere for risiko, justert for inflasjon.

Den viktigste forskjellen i forhold til kontantstrømbaserte modeller er at man i de kontantstrømbaserte modellene tar hensyn til endringer i arbeidskapitalen som skyldes endring i omsetning. Dette gjøres normalt ikke når man beregner normalresultatet (G.Dahl et al.).

#### ***P/E- metoden***

P/E – metoden er uten sammenligning den mest brukte multiplikatormetoden (K. Boye, C. B. Meyer, 1998). Når metoden benyttes beregnes verdien ved at resultat før ekstraordinære poster fratrukket skatt multipliseres med en P/E faktor. Faktoren beregnes som et aksjeanalytisk nøkkeltall for børsnoterte selskaper, og representerer forholdet mellom aksjens kursverdi og nevnte resultatbegrep. P/E metoden er derfor en relativ verdivurdering der man sammenligner P/E tallet med andre konkurrerende selskaper.

### 3.2.3 Kontantstrømbaserte modeller

Den bedriftsøkonomisk mest korrekte verdivurdering er å diskontere selskapets frie fremtidige netto kontantstrøm etter skatt (G. Dahl et al.,1997). Verdien av selskapet er således nåverdien av den fremtidige kontantstrøm som selskapet genererer. Man kan velge å enten bruke **egenkapitalmetoden** for å beregne kontantoverskuddene av egenkapitalen, som er den kontantstrøm som er tilgjengelig for eierne. Eller man kan benytte **total kapitalmetoden** for å beregne kontantoverskuddene til total kapitalen som viser tilgjengelig kontantstrøm for både eiere og kreditorer. Egenkapitalmetoden er den enkleste metoden teoretisk sett, men den er vanskelig å bruke i praksis. Å diskontere kontantstrømmer til egenkapitalen gir liten informasjon om kildene til verdiskapning og er ikke nyttig til å identifisere verdiskapende muligheter. Videre kreves det nøyaktige justeringer for å forsikre seg om at endringer i forutsatt finansiering ikke ukorrekt påvirker verdien til selskapet. Total kapitalmetoden er å foretrekke av en rekke årsaker (T. Copeland et al.,2000):

- Metoden verdsetter de komponentene av forretningen som adderer opp til den totale forretningsverdien, istedenfor bare egenkapitalen. Dette hjelper i å identifisere og forstå de separate investerings og finansierings kildene av verdi for aksjonærene.
- Tilnærmingen gjør det enklere å peke ut nøkkel innflytelses områder, og letter derfor letingen etter verdi skapende ideer.
- Metoden er sofistikert nok til å håndtere kompleksiteten av de fleste situasjoner, mens den samtidig er lett å bruke ved hjelp av enkle dataverktøy.

Ved total kapitalmetoden beregner man først verdien av total kapitalen og trekker fra rentebærende gjeld for å finne verdien til egenkapitalen. Så lenge diskonteringsraten er valgt ut riktig gjennom å reflektere risikoen til hver kontantstrøm, vil total kapitalmetoden resultere i akkurat den samme egenkapitalverdien som hvis en diskonterte kontantstrømmene til aksjonærene med egenkapitalkostnaden

For konsistens med kontantstrøm definisjonen (se avsnitt 3.3), bør diskonteringsraten som blir brukt på den frie kontantstrømmen reflektere alternativkostnaden til alle kapitalytene vektet

ved deres relative bidrag til selskapets totale kapital. Dette blir kalt “weighted average cost of capital (WACC)”.

### **3.2.4 Real – opsjoner**

I løpet av de siste årene har teoretiske og informasjonsteknologiske fremskritt fremmet bruken av finansielle opsjonsprising teknikker i verdsettelsen av investeringsbeslutninger, så kalte real – opsjoner (T. Copeland et al., 2000). Opsjonsprisings metoder er bedre enn tradisjonelle kontantstrømtilnærminger i det at de eksplisitt fanger opp verdien av fleksibilitet.

En opsjon gir eieren retten (men ikke forpliktelsen) til å kjøpe eller selge en eiendel til en forhåndsbestemt pris på et forhåndsbestemt tidspunkt.

I det virkelige liv vil det både for investeringsbeslutninger og i verdsettelsen av selskaper være betydelig fleksibilitet til å velge mellom flere alternativer.

Ved en investering er det enkleste eksemplet valget mellom å investere etter en gjennomført analyse eller ikke å investere. I verddivurdering kan valget på et fremtidig tidspunkt være å fortsette operasjonen eller å trekke seg tilbake. Disse alternativene er realopsjoner tilgjengelig for beslutningstakeren. Å bli oppmerksom på disse realopsjonene vil vanligvis øke verdien på investeringen eller selskapet under vurdering.

Kontantstrømbaserte teknikker forutsetter en beslutning basert på dagens forventninger om fremtidig utvikling, hvor beslutningen om å investere er irreversibel og ufleksibel.

Opsjonsvurdering tillater fleksibilitet til å gjøre beslutninger i fremtiden basert på tilgangen på ny informasjon, ved bruk av slike teknikker vil man følgelig kunne fange opp verdien av fleksibilitet.

### 3.3 Valg av metode

I verdsettelsen av Joh. H. Pettersen har jeg valgt å bruke totalkapitalmetoden. Fremtidige kontantstrømmer vil bli beregnet på følgende måte:

- Drftsresultat
- Skatt
- + Avskrivninger
- Investeringer
- Økning omløpsmidler
- + Økning rentefri gjeld
- = Fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm er den korrekte kontantstrøm for denne metoden fordi den reflekterer den kontantstrøm generert av et selskaps operasjoner som er tilgjengelig for alle kapitalyttere, både gjeld og egenkapital.

Det kan være aktuelt å utarbeide budsjetter for 5- 15 år. For Joh. H. Pettersen har jeg beregnet budsjett for de første 5 år. Fra år 6 og utover har jeg forutsatt kontant vekst og følgelig benyttet konstant-vekst- modellen (Gordons formel).

Normalt vil det være et mål for et selskap å øke omsetningen fra år til år. Hvor mye en kan forvente å øke i omsetning vil avhenge av faktorer som markedstrender, konkurranseintensitet og ikke minst egen vekstevne. Som vi vil komme tilbake senere vil veksten i omsetning for Joh. H. Pettersen fremover være nokså beskjeden. Dette henger først og fremst sammen med at kapasiteten ved anlegget ikke gir rom for særlig høyere omsetning enn den som foreligger per i dag (31.12.2003). Det vil derfor hovedsakelig være et mål for selskapet å fokusere på å holde omsetningen noenlunde stabil.

Det kan være et naturlig utgangspunkt å anta at vekstprosenten i all fremtid (g) er lik forventet vekst i BNP. Det vil være urimelig å basere seg på at selskapet vil vokse mer enn økonomien generelt i all evighet, derfor er BNP et godt mål. Vekstraten som legges til grunn i denne oppgaven er derfor 2 %.

Kontantstrøm beregnes for budsjettperioden på 5 år, mens Terminal Value beregnes for årene deretter basert på år 5. Kontantstrømmene diskonteres med avkastningskravet og rentebærende gjeld trekkes fra verdien. Vi får da forventet verdi av egenkapitalen.

## 4 Avkastningskrav

Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastning som er nødvendig over tid for å trekke kapital til virksomheten (Gjesdahl og Johnsen, 1998). Mer presist kan kravet derfor defineres som den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet. Investorene krever en avkastning tilsvarende risikofri rente pluss en kompensasjon for å påta seg risiko utover denne.

### 4.1 Kapitalverdimodellen

CAPM<sup>1</sup> (kapitalverdimodellen) gir en presis forutsigelse av den sammenhengen vi burde observere mellom et verdipapirs risiko og dets forventede avkastning. CAPM – modellen tar utgangspunkt i markedsporteføljens<sup>2</sup> effisiens, og opererer med markedsrisiko som den eneste "prisede" risikofaktoren. Avkastningskravet for egenkapitalen kan beregnes på grunnlag av følgende uttrykk (Boye og Meyer, 1998):

$$R_{EK} = R_F (1-s) + [R_M - R_F (1-s)] \beta$$

$R_F$  = risikofri rente

$R_M$  = forventet avkastning på markedsporteføljen

$\beta$  = den systematiske risikoen til aksjen

#### 4.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente kan ikke beregnes teoretisk, derfor benytter man normalt statsobligasjoner som grunnlag for tilnærming. Kjøp av foretak er normalt langsiktige investeringer. I litteraturen anbefales det at man benytter den lange statsobligasjonsrente når den *risikofrie rente* skal bestemmes (Boye og Meyer, 1998). Ifølge renteforventningshypotesen kan den lange renten ses på som et gjennomsnitt av de forventede fremtidige kortidsrenter

---

<sup>1</sup> "The Capital Asset Pricing Modell" (CAPM), ble utviklet på midten av 1960- tallet av William F. Sharpe, John Lintner, Jack Treynor og Jan Mossin

<sup>2</sup> Markedsporteføljen er en verdivektet portefølje av alle risikable aktiva.



Benytter man en lang rente som risikofri rente i kapitalverdimodellen bør man prøve å kartlegge hvilke inflasjonsforutsetninger som er innebygd i renten. Disse forventningene bør også legges til grunn ved budsjettering av de kontantoverskudd som skal diskonteres. Gjesdal og Johnsen (1999) anbefaler å bruke den mellomlange statsobligasjonsrente da den svinger mindre enn den korteste renten (1 – års rente). I oppgaven benyttes 3 – års indeks – statsrente beregnet av Oslo Børs. 14.1.2005 var renten 3,0 % (Oslo Børs, 2005).

#### **4.1.2 Markedets risikopremie**

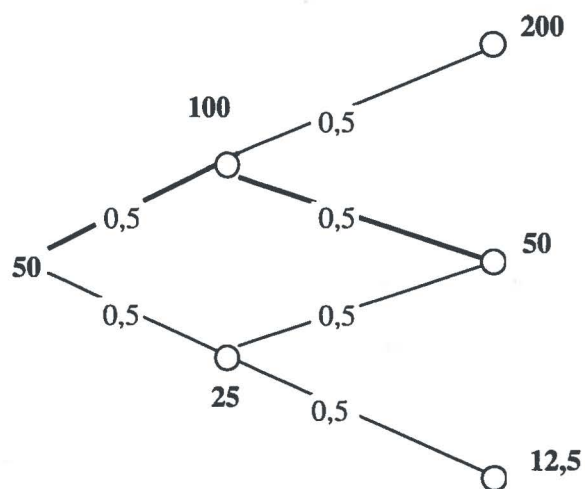
Investorer krever som nevnt tidligere en premie utover risikofri rente ved investering i risikable aktiva. Risikopremien bygger som regel på historiske risikopremier. Resultatet avhenger derfor av måleperioden, og hvordan gjennomsnittlig avkastning er beregnet – aritmetisk eller geometrisk. I følge Gjesdal og Johnsen (1999) er geometrisk avkastning ubrukelig som uttrykk for forventet avkastning, og som grunnlag for en markedspremie avkastning. Geometrisk avkastning uttrykker årlig oppnådd avkastning, og ikke forventet avkastning. Forventet avkastning er høyere fordi den også tar hensyn til at gevinstene i de ekstremt gode årene langt overstiger tapene i de ekstremt dårlige årene. Et eksempel kan illustrere dette (T.Copeland et al., 2000). La oss si at du kjøper en aksje for 50 kr. Etter et år er aksjen verdt 100 kr. Etter to år faller den til 50 kr igjen. Den første periodens avkastning er 100 prosent; den andre periodens avkastning er – 50 prosent. Aritmetisk gjennomsnitt var derfor 25 %:

$$(100 \% - 50 \%) / 2 = 25 \%$$

Mens geometrisk snittavkastning var 0 %:

$$(1+100 \%)(1-50 \%) - 1 = 0 \%$$

Dersom vi forutsetter at hver avkastning er en uavhengig observasjon fra en stasjonær underliggende sannsynlighetsfordeling, kan vi se for oss at fire likeverdige avkastningsmønstre eksisterer. Disse er illustrert i følgende figur:



Det markerte området representerer det vi faktisk har observert, og resten av det binomiske treet er det vi utledet ved å forutsette uavhengighet.

Ved første øyeblikk vil det se ut som geometrisk avkastning er å foretrekke fordi vi startet med 50 og endte opp med 50 – en null prosents avkastning. Men husk teorien sier at vi er interessert i den forventede avkastningen. Den forventede kursen er sannsynligheten av hver siste kursverdi multiplisert med avkastning.

$$E(\text{utbetaling}) = (1/2)^2(200) + 2(1/2)^2(50) + (1/2)^2(12,5) \\ = 78,0125 \text{ kr}$$

Du får det samme svaret ved at startbeløpet på 50 kr vokser med 25 % (det aritmetiske gjennomsnitt) i to år.

$$E(\text{utbetaling}) = 50(1,25)(1,25) \\ = 78,125 \text{ kr}$$

Det aritmetiske gjennomsnitt er det beste estimatet på fremtidig forventningsverdi fordi alle mulige utfall er gitt lik vektning. Selv om det geometriske gjennomsnitt er et korrekt mål på historisk prestasjon, er det ikke fremoverskuende.

Gjennom årene 1967- 1998 har Oslo Børs totalindeks i gjennomsnitt gitt 6,2 % meravkastning i forhold til korte statsrenter (Gjesdal og Johnsen, 1999). Det gir godt grunnlag å bruke en premie som er kalkulert over så lang tid som mulig, det vil imidlertid være flere hendelser som vil påvirke markedets risikopremie fra 1967 og frem til i dag. Mindre variasjon i børsløplighet og inflasjon, bedre kapitalisering av børselskapene, mer diversifiserte investorer og endret beskatning av aksjeinntekter er noen av argumentene som taler for en lavere markedspremie. Som følge av disse faktorene vil det være naturlig å justere markedspremien på 6,2 % noe nedover. Jeg forutsetter en risikopremie på 5,5 % før skattejusteringer. Etter skattejustering økes premien med skatt på risikofri rente:

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

$r_m - r_f^s$  = markedets risikopremie etter skatt

$r_f^s$  = risikofri rente etter skatt

$s$  = skattesats (0,28 %)

$r_f$  = risikofri rente før skatt

Dermed blir skattejustert markedspremie 6,34 % (= 5,5 % + 0,28 · 3,0 %).

#### **4.1.3 Estimering av Beta – verdi**

Alle selskaper er utsatt for systematisk og usystematisk risiko. Usystematisk risiko er mulig å diversifisere bort. Det er imidlertid ikke mulig å forutsi hvordan aksjeindeksen vil utvikle seg, det er derfor ikke mulig å kvitte seg med den systematiske eller markedsrelaterte risiko. Beta er et mål på den markedsrelaterte risikoen. Beta avhenger primært av aksjens forretningsrisiko og finansiell risiko. Man kan få et inntrykk av forretningsrisikoen ved å studere variabiliteten i driftsresultatet. Høy variabilitet i driftsresultatet kan skyldes at selskapet er konjunkturutsatt og / eller at innslaget av faste kostnader er betydelig, slik at det er vanskelig å tilpasse kostnadene til endringer i aktivitetsnivået. Finansiell risiko har sammenheng med bedriftens finansielle forpliktelser. Jo lavere egenkapitalandelen er, desto større vil endringen i egenkapitalrentabiliteten bli for en gitt endring i driftsresultatet. I denne forbindelse kan man si at den finansielle risiko øker med økende gjeldsandel. Selskaper med meget høy beta, har

både høy forretningsrisiko og høy finansiell risiko. Lav forretningsrisiko og lav finansiell risiko vil derimot medføre lav beta (Dahl et. al, 1997).

Joh. H. Pettersen er som de fleste andre selskaper innenfor fiskerinæringen konjunkturutsatt, men de har ikke vært utsatt for like høy grad av variabilitet i driftsresultatet som mange andre. Joh. H Pettersen har i tillegg en høy egenkapitalandel, noe som tilsier mindre faste kostnader og lav finansiell gearing. Dersom et selskap er høyt gearet vil dette føre til en høyere risiko for egenkapitalen, og følgelig krav til en høyere risikopremie.

I gjennomsnitt er beta lik 1 for børsnoterte selskaper, og den ligger normalt mellom 0,5 og 2.  $\beta$  – koeffisienten finnes ved å se hvor stor svingningene er i selskaps aksjekurs i forhold til totalindeksen. Beta kan defineres som:

$$\beta = \frac{\text{Investeringensmarkedsrisiko}}{\text{Re presentativmarkedsrisiko}} = \frac{\text{Korr}(r, r_M) \cdot \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_M)}$$

Kovariansen måler i hvilken grad selskapets aksje og markedets avkastning tenderer til å bevege seg i samme retning. Variansen viser risikoen i markedet. For et børsnotert selskap kan  $\beta_{EK}$  estimeres ved hjelp av overnevnte formel, basert på historiske avkastningstall for aksjen og markedsporteføljen. For et ikke – børsnotert selskap vil man forsøke å ekstrahere informasjon fra betaverdier for eventuelle børsnoterte selskaper, det vil si for selskaper som kan antas å ha tilsvarende forretningsrisiko. Slike betaverdier må først justeres for finansielle risikoforskjeller mellom selskapene som følge av ulik bruk av egenkapital i forhold til gjeld.

Det er ofte vanskelig å finne tilsvarende børsnoterte selskaper. Selskapene må for det første operere i samme bransje. Sammenlignbare selskaper bør dessuten være på samme størrelse og ha samme kostnadsstruktur. For Joh. H. Pettersen viste det seg vanskelig å finne en børsnotert selskap som kunne ekstraheres informasjon fra. Det vil i det følgende derfor brukes benchmark forretningsbetaverdier for norsk børsnotert næringsvirksomhet

Bruk av gjeld øker både total og systematisk avkastningsrisiko for egenkapitalen. Ved normal forretningsrisiko og moderat bruk av gjeld vil den konjunkturrelle forretningsrisikoen i realiteten kun belastes egenkapitalen. Selv om kreditorenes krav ikke er risikofritt, vil risikoen i det vesentlige være bedrifts - eller bransjespesifikk. Vi antar derfor en tilnærmet null

betarisiko for gjelden, og får da følgende enkle konverteringsformel mellom selskapets forretnings – og egenkapitalbeta:

$$\beta_T = \left[ \frac{G}{EK + G} \right] \cdot \beta_G + \left[ \frac{EK}{EK + G} \right] \cdot \beta_{EK}$$

Setter  $\beta_G$  lik null og får:

$$\beta_{EK} = \left[ \frac{EK + G}{EK} \right] \cdot \beta_T$$

Avhengig av om rentefri gjeld er inkludert eller ikke i totalkapitalen, er representativ egenkapitalandel for selskapet på Oslo Børs anslagsvis 45 % og 55 % (med egenkapitalen regnet til børsverdi). Representativ forretningsrisiko ( $\beta_T$ ) er derfor henholdsvis 0,45 eller 0,55. Dette er benchmark forretningsverdier for norsk børsnotert næringsvirksomhet (relativt til den norske markedsporteføljen), og er som nevnt tidligere et naturlig utgangspunkt for en vurdering av forretnings eller egenkapitalbetaen for et ikke – børsnotert selskap (Gjesdal og Johnsen, 1999). For Joh. H. Pettersen blir estimert beta:

$$\beta_{EK} = \left[ \frac{14.000.000}{8.000.000} \right] \cdot 0,55 = 1,0$$

Siden det ikke er mulig å finne markedsverdien for egenkapitalen gjennom børslistene da Joh. H. Pettersen er et ikke – børsnotert selskap, må verdien estimeres på annen måte. Det foreligger en foreløpig avtale mellom selskapet og kjøper med en pris på 8 millioner, og denne verdien blir brukt som markedsverdi på egenkapitalen. Markedsverdi på gjeld finnes gjennom bokførte verdier.

Et generelt problem ved bruk av kapitalverdimodellen på mindre likvide selskaper er en for lav betaverdi (Gjesdal og Johnsen, 1999). Selv om en lav betaverdi kan forklares ved lav forretningsrisiko og lav finansiell gearing, er nok verdien også knyttet til aksjens lave likviditet. Liten børsomsetning gir en treg kurs, hvor endringer kommer relativt sjelden og ofte forsinket i forhold til andre aksjer. Dette betyr at estimert betaverdi sannsynligvis undervurderer virkelig verdi. Lav likviditet innebærer dessuten at avkastningskravet ofte bør

påplusses en likviditetspremie (se senere diskusjon). Kapitalverdimodellen bør derfor brukes med omhu for lite likvide børsselskaper og ikke – børsnoterte selskaper.

## 4.2 Totalkapitalkrav

Ved verdivurdering av Joh. H. Pettersen skal totalkapitalmetoden benyttes. For dette trenger man et totalavkastningskrav, dvs. den avkastning en representativ investert krone må gi over tid for å betjene kravet fra kreditorer og eiere samlet. WACC (weighted average cost of capital) kan brukes for å beregne avkastningskravet. WACC er et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden, og kan uttrykkes som (forenklet form) (Boye og Meyer, 1998):

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

- G = gjeld
- E = egenkapital
- $r_g$  = gjennomsnittlig rentekostnad på gjeld
- $k_e$  = avkastningskrav til egenkapitalen
- s = skattesats

Aksjonærene skal ha forrentet markedsverdien av egenkapitalen, og lånegiverne skal ha forrentet markedsverdien av lånekapitalen. Ved beregning av andel egenkapital og gjeld må disse justeres til markedsverdi. Ved beregning av gjeld tas kun hensyn til den gjelden som er rentebærende. Har lånene bevegelig rente, er markedsverdien av lånene normalt lik pålydende lånebeløp. Er renten på noen av lånene fast, må man beregne markedsverdi på lånene på basis av obligasjonskursene.

#### **4.2.1 Avkastningskrav egenkapital**

Jeg bruker CAPM for å beregne egenkapitalavkastningskravet for Joh. H. Pettersen:

$$\begin{aligned}k_e &= R_F (1-s) + [R_M - R_F (1-s)] \beta \\ &= 3 \% \cdot 0,72 + 6,34 \cdot 1,0 = 8,5 \%\end{aligned}$$

Som tidligere nevnt kan det for mindre likvide aksjer, og i særdeleshet for ikke – børsnoterte aksjer være aktuelt å justere opp et betabasert avkastningskrav med en likviditetspremie (Gjesdal og Johnsen, 1999). Likviditetspremien skal kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, at det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg raskt ut av aksjen. En ytterligere forklaring for premien er at dette ofte er mindre selskaper hvor informasjonen sitter hos ledelsen, og hvor investor risikerer negative overraskelser. Disse selskapene har dessuten ofte en ensidig forretningsvirksomhet, og samtidig er eierskapet skjevt fordelt, idet en eller noen få eiere dominerer, ofte i nær kontakt med selskapets ledelse (som selv kan være eiere). Det kan således argumenteres for likviditetsrabatt i størrelsesorden 4 – 5 % for unoterte og spesielt mindre selskaper. I det følgende forutsettes følgelig et egenkapitalavkastningskrav på 13,5 %.

#### **4.2.2 Avkastningskrav for selskapets gjeld**

Gjelden har normalt en kontraktforpliktet nominell kostnad, definert ved de avtalte lånerentene. Det vil normalt være risiko knyttet til selskapets gjeld, at renter og avdrag ikke vil bli betalt som avtalt. Dette betyr at nominell lånerente ikke uttrykker kreditorenes forventede avkastning, og derfor heller ikke selskapets reelle gjeldskostnad. Utover et tillegg for administrasjonskostnader, vil renten derfor inneholde et tapstillegg som skal dekke forventede tap, og eventuelt også en risikopremie. Risikopremien skal kompensere kreditor for konjunkturrell, ikke diversifiserbar variasjon i mulige tap på det enkelte lån, dvs. konjunkturrell variasjon i sannsynlighet for og størrelse av misligholdstap. Alle tillegg er regnet som årlig prosent av lånebeløpet, og blir plusset på statsrenten med tilsvarende rentebindingstid, dvs.

Lånerente = statsrente + risikopremie (RP) + tapstillegg (FT) + adm. Kost (AK)

Mens tapstillegget er en kalkulert årlig kostnad for kreditor, dvs. hva man forventer å tape på lånet, representerer risikopremien en forventet årlig meravkastning utover risikofri rente for å kompensere for ikke – diversifiserbar tapsrisiko. Tapstillegget (FT) i lånerenten skal dekke forventede årlige misligholdstap, og beregnes i prinsippet som et sannsynlighetsveidet snitt av mulige rente – og avdragstap. Kreditorers forventede årlige avkastning på lånet er lik lånerente etter fradrag for tapstillegget, dvs.  $k_g = r_g - FT$ . Dette er kreditors avkastningskrav, definert tilsvarende egenkapitalkravet  $k_e$ . Allikevel benytter vi alltid nominell lånerente  $r_g$  ved kravsetting for gjelden.

For gjelden kjenner vi altså det katastrofejusterte kravet, nemlig lånerenten, og misligholdsrisikoen er vedvarende over gjeldens levetid. Dersom de kontraktfestede gjeldsbetalingene diskonteres med lånerente får man automatisk korrekt markedsverdi for gjelden. I praksis bruker man gjeldsrenten også ved beregning av selskapets veide kapitalkostnad, da dette er langt enklere enn å diskontere misligholdsjusterte gjeldsbetalinger med kreditorenes avkastningskrav. For Joh. H Pettersen er lånerenten 9,0 %. Justert for skatt benyttes 6,48 som avkastningskrav til gjelden.

#### **4.2.3 Egenkapital**

Per 31.12.2003 var bokført egenkapital for Joh. H. Pettersen på 11 192 tusen kroner. Ved beregning av WACC må markedsverdien av egenkapitalen legges til grunn. For et børsnotert selskap gjenspeiles denne i børsverdien. Da Joh. H. Pettersen ikke er børsnotert må markedsverdien finnes på annen måte. Kravet fra styret med hensyn til salgssum er 8 millioner. Det vil derfor være et godt estimat på markedsverdien av egenkapitalen å sette den til 8 millioner.

#### **4.2.4 Gjeld**

Siden selskapet har flytende rente på sin lån er markedsverdien av lånene normalt til pålydende lånebeløp. Det er bare den rentebærende gjelden som tas med når vektene skal beregnes. Årsaken er at vi tar hensyn til endringer i den omsetningsavhengige gjelden når vi beregner kontantoverskuddene til totalkapitalen. De kontantoverskuddene vi beregner, skal altså bare betjene egenkapitalen og den rentebærende gjelden (Boye og Meyer, 1998). Per 31.12.2003 hadde selskapet 6 000 000 i rentebærende gjeld.



#### **4.2.5 Totalkapital**

Markedsjustert total kapital for selskapet blir da  $8\,000\,000 + 6\,000\,000 = 14\,000\,000$

Egenkapitalandel:  $8\,000\,000 / 14\,000\,000 = 0,57$

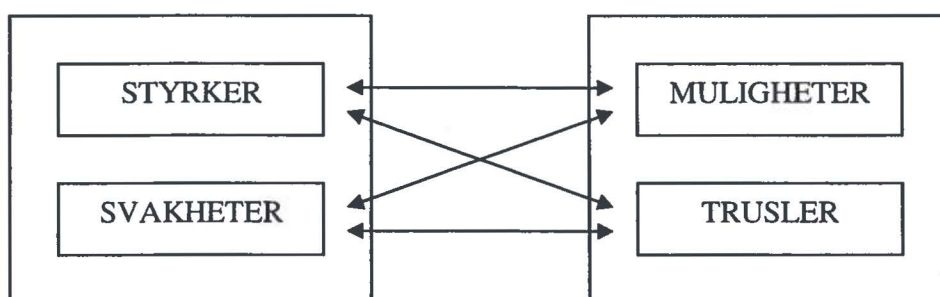
Gjeldsandel:  $6\,000\,000 / 14\,000\,000 = 0,42$

Avkastningskravet for total kapitalen blir da:

$$\text{WACC} = 9,0\% \cdot 0,42 + 13,5\% \cdot 0,57 = 10,42\%$$

## 5 Konkurransanalyse

En analyse av bedriftens strategiske posisjon gjøres for å avdekke styrker og svakheter, muligheter og trusler. En bedrifts vurdering av disse elementene kan gjøres ved å ta utgangspunkt i en SWOT – analyse. Dette er en sammenstilling av positive og negative interne og eksterne faktorer til hjelp for å analysere en bedrifts nå – situasjon og fremtidig utvikling. Den er summert i følgende figur:



Figur 5.1: SWOT -modellen

Kilde: J. B. Barney (2001). *Gaining and sustaining competitiv advantage*

En SWOT – analyse innebærer altså en gjennomgang av internkompetanse i form av styrker og svakheter i egen organisasjon – og trusler og muligheter sett i forhold til bedriftens omgivelser.

### 5.1 Markedsbeskrivelse

Fiskeri og havbruksnæringen er en av landets ledende eksportnæringer og selve fundamentet for all næringsvirksomhet langs norskekysten. Næringen har stor betydning for Norge som nasjon. Dette sier seg selv når vi ser at den i 2003 sørget for nærmere 30 milliarder kroner i eksportinntekter til Norge, og i tillegg hadde en innenlands omsetning på 6 milliarder (statistisk sentralbyrå, 2004).

Formålet med kapitlet vil være å belyse den nåværende markedssituasjonen, samt se på fremtidig vekst / nedgang i tilbud og etterspørsel. Markedsanalyser inneholder en stor grad av

usikkerhet. Uansett svakheter kan de gi en pekepinn på markedsutviklingen og vil følgelig være sentrale elementer i de fremtidige prognoser for verdivurderingen.

### **5.1.1 Det globale markedet**

Selv om Joh. H. Pettersen er et industriselskap med virksomheten i Norge og norske farvann, opererer selskapet i et marked hvor de grunnleggende etterspørsel – og produksjonsforhold bestemmes globalt. Generelt er norsk fiskerinæring sterkt avhengig av sine internasjonale omgivelser. På den ene siden deler vi de fleste av våre fiskebestander med andre land. Dette krever et tett samarbeid om ressursforvaltningen. På den andre siden går det meste av fisken som landes i Norge til eksport. Med dette berøres norsk fiskerinæring sterkt av utviklingen i ulike markeder og internasjonal handelspolitikk.

Hvert år høstes det i overkant av 120 millioner tonn fisk og skalldyr på global basis. Av dette kommer omentrent 20 millioner tonn fra oppdrett mens de resterende 100 millioner tonn høstes på verdenshavene (Fiskeri og Havbruk, 2003). Av den samlede fangsten benyttes henimot 90 millioner tonn i matvareproduksjon, mens resten blir brukt som dyrefor eller til andre formål. Fiskeprodukter er sammen med kjøttprodukter, den viktigste proteinkilden i menneskets kosthold.

Verdens etterspørsel etter fisk har vært økende over en lengre periode. Fra 1963 til 1998 økte det globale gjennomsnittlige konsum (menneskeføde) av fisk med rundt 70 % fra 9,4 kg til 16 kg per capita (FAO, 2003). Behovet for proteinrik kost som fisk og kjøtt vokser i utgangspunkt i takt med verdensbefolkningen. I tillegg er det en sammenheng mellom velstand og matforbruk. FAO har gjennom en studie omkring fremtidig per capita konsum av fisk, som blant annet tar hensyn til faktorer som befolkningsvekst, inntektsutvikling, spisevaner og globale trender, estimert at det reelle konsumet per capita vil bli mellom 10 -20 kg i år 2030.

I 2004 eksporterte Norge sjømat til en verdi av 28,2 milliarder kroner. Dette er en økning på 2 milliarder eller 7,5 % sammenlignet med 2003 (eksportutvalget for fisk, 2005).

## Tilbud

Etter sterk vekst i etterkrigstiden, har den årlige fangsten av fisk og skalldyr stabilisert seg på vel 100 millioner tonn per år på global basis. En rekke av de største bestandene er eller har vært i tilbakegang, blant annet som følge av tidligere års overfiske. Kina er den desidert største produsenten i verden med en produksjon på over 40 millioner tonn årlig (både fangst og oppdrett). Norge er verdens tiende største produsent og størst i Europa (Fiskeri og havbruk, 2003).

De viktigste fiskeriområdene er i de store verdenshavene. De største fiskeressursene finnes i den nordvestlige og sydlige delen av Stillehavet og i det nordøstlige Atlanterhavet.

I perioden 1980 – 1999 økte globalt kvantum av fisk fra 72,5 millioner tonn i 1980 til 126,2 millioner tonn i 1999. Dette tilsvarer en vekst på 74 %, og skyldtes først og fremst den enorme økningen av oppdrettsfisk i denne perioden. På 90 – tallet har veksten i fangstvolumet nærmest vært lik null. Denne utflatningen på nivå rundt 93 millioner tonn årlig skyldes at alle de dominerende fiskebestandene synes å ha nådd et maksimalt nivå for beskatning. De fleste hovedområdene for fiske er i dag underlagt restriksjoner ved kvoter og / eller konsesjoner for å holde biomassen stabil. En statusrapport fra FAO (2005) viser at andelen av overbeskattede fiskebestander i havet har vært økende de siste 25 årene. Om lag 50 % av fiskebestandene er fullt utnyttet. Bare 25 % av bestandene ser ut til å være i stand til å tåle økt fangst. Fremtidige produksjonsvolumer for fisk er kritisk avhengig av i hvilken grad forvaltningen av fiskeressurser blir vellykket slik at fortsatt overfiske hindres og at logistikk og foredlingssystemene forbedres. En fremtidig økning i volum må i større grad komme fra oppdrett og eventuelt muligheten for fiske på nye arter. FAO har gitt fremskrivninger av tilgangen på fisk som innebærer at samlet fangst og oppdrett av fisk i 2010 vil kunne variere fra 107 – 144 millioner tonn. Det positive scenarioet fra FAO frem mot 2010 tilsvarer en økning i tilbudet av fisk i perioden 1998 – 2010 på 6,3 %, mens det negative scenarioet vil medføre en reduksjon i tilbudet av fisk i perioden på 31,3 %.

### Lower and upper projection levels for 2010 (million tonnes)

	Pessimistic scenario	Optimistic scenario
Capture fisheries	80	105
Aquaculture production	27	39
Total production	107	144
Less fish for non-food uses	33	30
Available for human consumption	74	114

Figur 5.2: verdens produksjon av fisk

Kilde: FAO, About fisheries – Production (03.03.05)

### Etterspørsel

Total etterspørsel etter sjømat har vært økende det siste tiår. En rekke faktorer forventes å kunne bidra til økt etterspørsel også i fremtiden:

- Økt befolkning (anslått årlig befolkningsvekst 1,4 %).
- Økt BNP per innbygger (anslått årlig vekst i høyinntektsland er 2,5 % (World bank, 2002/2003)).
- Økt fokus på helse og sunt kosthold.
- Økt tilgjengelighet for forbrukerne.
- Produktutvikling innen emballasje som gir lengre holdbarhet.
- Bedre logikk-systemer som muliggjør større andel fersk fisk og bedre kvalitet.
- Forbedret videreforedling (ferdigrett-konsepter, mer attraktivt for forbrukeren)
- Forbedret utvalg (store variasjon, dekker et større behov)
- Fokus på markedsbearbeidelse.

### 5.2 Markedet for hvitfisk

Norsk fiske av hvitfisk omfatter flere arter enn atlantisk torsk, selv om denne var størst med en andel på 37 % av fangstene levert fra norske fartøy i 2001. Sei og hyse er i tillegg til den atlantiske torsken de viktigste artene og samlet fangst av disse var i 2001 på 430 tusen tonn. Den største delen av norsk eksport av hvitfisk er torsk og de største produktgruppene er klippfisk, frossen filet, og saltet torsk.

Joh. H. Pettersen hovedvirksomhet er kjøp og salg av hvitfisk, da i hovedsak torsk. De selger sine produkter både innenlands og utenlandsk, mye avhengig av pris.

### **5.2.1 Tilbudet av hvitfisk**

Verdensproduksjonen av hvitfisk er meget omfattende. De fire artene med størst fangst er Alaska Pollock (*Theragra chalcogramma*), hake (*Merluccius merluccius*), torsk (*Gadus morhua*) og hoki (*Macruronus novaezelandiae*). Disse artene vil på mange markeder være substitutter for hverandre. Torsk har normalt en høyere pris, men torskeprisen påvirkes i betydelig grad av endringer i tilførsel av spesielt Alaska Pollock, men også av hoki og hake. De globale fangstene av hvitfisk har vært avtagende i lengre tid og utgjorde samlet i 2001 ca. 7 millioner tonn. Til sammenligning var samlede globale fangster i 1987 på ca 12,5 millioner tonn, noe som gir en nedgang i perioden på 44 %.

Den globale tilførselen av Stillehavstorsk og Atlantisk torsk utgjorde i 2002 1,2 millioner tonn. Det er en reduksjon på om lag 70 tusen tonn sammenlignet med 2001. Når det gjelder tilførselen av Alaska Pollock var den ca 2,76 millioner tonn i 2002 (FAO, 2004). Det vil si en reduksjon på nesten 500 tusen tonn sammenlignet med fangstene i 2001. For hake og hoki var det kun mindre endringer i 2002. For 2002 var det forventet at den globale tilførselen av hvitfisk skulle bli omkring 6,6 millioner tonn, men den totale tilførselen for hvitfisk i 2002 endte på 6,9 millioner tonn.

Alaska Pollock er den mest dominerende hvitfisken med 44 – 47 % av fangstvolumet. USA og Russland er de største landene på fiske av Alaska Pollock med henholdsvis 45 % og 39 % av fangstene i 2001. Torsk utgjør en mindre del av volumet av hvitfisk med 18 %. Norge, Island, Russland og USA stod for 80 % av torskefangstene i 2001.

Rapporten Havets ressurser (2004) fra havforskningsinstituttet i Bergen viser at det fortsatt er behov for å vise stor forsiktighet i høstingen av våre viktige fiskebestander, da også hvitfisk.

Ved starten av 2004 er bestanden av norsk – arktisk torsk anslått til om lag 1, 8 millioner tonn. Det har vært liten vekst i gytebestanden de siste år, og gytebestanden er i 2004 anslått til om lag 650 000 tonn. Gytebestanden er nå over føre – var – grensen, mens fiskedødeligheten

fortsatt er høyere enn den bør være. I Nordsjøen er torsk utenfor biologiske sikre grenser. ICES anbefaler stopp i all fiske som har torsk som bifangst.

Det er ikke etablert referansepunkter for bestanden av norsk kysttorsk, som omfatter torsk som hører hjemme på kysten fra Stad til Finnmark. Bestanden har imidlertid avtatt i alle år siden 1994. I 2002 økte fangstene betraktelig, og fiskedødligheten ble nær doblet. Dette førte til en ytterligere reduksjon i en allerede historisk lav gytebestand. Rekrutteringen har vært svært dårlig i flere år.

For norsk – arktisk hyse er det god rekruttering, men et for høyt fiskepress fører til at bestanden ikke utnyttes optimalt. I Nordsjøen anses bestanden av hyse å være innenfor sikre biologiske grenser, basert på estimater av fiskedødlighet og gytebestand. På grunn av usikre estimater og sannsynligheter for torskebifangst, tilsier at man bør være restriktiv ved kvotefastsettelse.

Bestanden av norsk – arktisk sei er klassifisert som å være ”innenfor sikre biologiske grenser”. Den er nå i god stand og fiskedødeligheten er under føre- var nivå. Også i Nordsjøen ligger bestanden av sei innenfor sikre biologiske grenser.

Bestanden av blåkveite har vokst langsomt de siste årene, men er fortsatt lav i et historisk perspektiv. Fiskedødligheten har for 2002 og 2003 holdt seg litt under langtidsgjennomsnittet. Rekrutteringen har siden 1990 vært stabil, men lav. Veksten i bestanden er så beskjeden og beregningene så usikre at ICES anbefalte å redusere fangstene til under 13 000 tonn i 2004. Videre heter det at man bør sette i verk ytterligere tiltak for å kontrollere fisket.

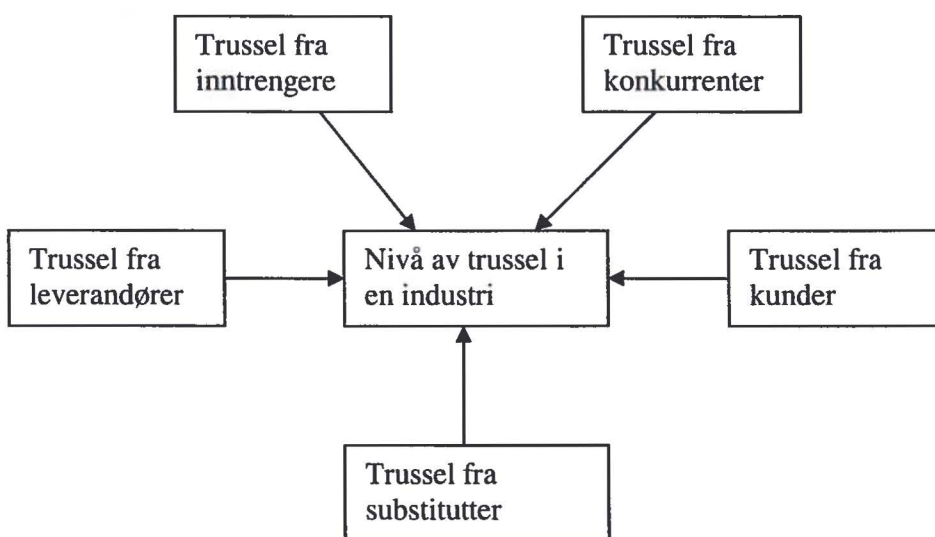
Fiskeslagene som er nevnt er særdeles viktig i forbindelse med det råstoffgrunnlaget som Joh. H Pettersen vil måtte basere sin produksjon på. I så måte vil større økologiske endringer i tilknytning til bestandene ha direkte innvirkning på økonomien ved anlegget. Reduserte bestander kan lett føre til lavere mengde med råstoff til produksjon, og følgelig nedsatt omsetning. Dette ikke bare som følge av at et sviktende ressursgrunnlag generelt vil føre til mindre fangster, men også på grunn av økt konkurranse om råstoffet industribedriftene i mellom. I så måte vil evne til omstilling og fleksibilitet med hensyn til råvaregrunnlaget være viktig. Dersom en opplever reduserte landinger av torsk på bakgrunn av dårlig tilgjengelighet

vil det være svært viktig å være i stand til å skifte over på andre fiskeslag med bedre tilgjengelighet.

### 5.3 Trusler

Trusler står sentralt i konkurranseanalyse. Dette er krefter som tenderer til å øke konkurransen innenfor en bransje.

Michael Porter identifiserte fem komponenter som påvirker profitten i et marked eller markedssegment (Porter, 1980): Konkurrenter, inntrengere, substitutter, kunder og leverandører.



Figur 5.3:

Kilde: Porter, M. E (1980). Competitive Strategy, New York: Free Press

#### 5.3.1 Leverandører

Leverandører kan ha stor makt på bedrifter ved at de bestemmer prisen på varene de leverer. Samtidig er bedriften avhengig av at leverandøren leverer den kvaliteten de lover. Dersom



leverandørindustrien er dominert av et lite antall, kan de lett få stor makt og dermed utgjøre en vesentlig trussel. Ved få leverandører blir variasjonsmulighetene mindre.

Joh.H. Pettersen er medlem av Fiskerinæringens innkjøpselskap (FIAS) som holder til i Trondheim. FIAS hjelper bedriften med ulike oppgaver, blant annet driver de inkasso, selger emballasje, strøm, telefon etc.

Av den lokale flåten er det flere båter som leverer fast til Joh. H Pettersen. Råvaretilgangen er stabil i forhold til de nærmeste fiskebrukene (lokalisert i Løksfjord, Tromvik og på Vengsøy).

Det er imidlertid verdt å merke seg at antall fiskere i Tromsø kommune er nesten halvert over de siste årene. Statistikk fra fiskeridirektoratet viser at i 1991 hadde Tromsø 977 personer med fiske som hovedyrke. Norges nest største fiskerkommune, Herøy, hadde 662. Fra å ha over 300 flere fiskere enn Herøy for 14 år siden, var det under 100 flere i fjor (se tabell). I 2004 var det 549 med fiske som hovedyrke igjen.

Kommune	2002	2004	Prosentvis endring
Tromsø	694	549	- 21 %
Herøy (Møre og R.)	471	443	- 6 %
Vestvågøy (Nordland)	429	404	- 6 %
Øksnes (Nordland)	373	340	- 9 %
Ålesund (Møre og R.)	325	306	- 6 %
Vågan (Nordland)	326	297	- 9 %
Giske(Møre og R.)	322	263	- 18 %
Austevoll (Hordaland)	247	250	+ 1 %
Karmøy (Rogaland)	231	238	+ 3 %
Lenvik (Troms)	248	218	- 12 %

Når antall fiskere går ned er det grunn til å tro at levert kvantum går ned<sup>3</sup>. Grovutregning fra Råfisklaget viser at det blir levert mindre fisk til Tromsø kommune enn før:

2000: 36 000 tonn

2001: 33 000 tonn

2002: 22 000 tonn

2003: 27 000 tonn

2004: 19 000 tonn

Tallene viser leveranser til alle mottak unntatt de to fryseterminalene i Tromsø sentrum. Av konkurransehensyn kan ikke de offentliggjøres, men totalt har også de tatt i mot mindre fisk de siste årene.

### **5.3.2 Inntrengere**

Inntrengere er bedrifter som nylig har etablert seg eller truer med å etablere seg i den aktuelle industrien. Bedrifter motiveres til å etablere seg i industrien på grunn av den profitt som noen i bransjen klarer å oppnå. Bedrifter som søker en del av denne profitten vil komme inn i bransjen å på den måten øke konkurransen, og følgelig redusere resultatet til de som er der fra før. Så lenge det ikke er noen barrierer vil dette fortsette så lenge det er noen som oppnår over normalt økonomisk resultat. Med barrierer vil trusselen av inntrengere avhenge av kostnadene ved å etablere seg, sett i forhold til antatt profitt ved etablering.

Joh. H. Pettersen er en såpass etablert bedrift slik at trussel fra nye inntrengere har til nå vært lav. Det har vist seg at ny oppstartede bedrifter har problemer med å overleve. De allerede etablerte ser ut til å ha et fortrinn på grunn av lang erfaring og etablerte kontakter.

### **5.3.3 Substitutter**

Med substitutt menes varer/ tjenester som blir levert fra en konkurrent som treffer samme behov som de fra bedriften selv. Substitutter setter begrensning på levert kvantum og pris, og vil dermed påvirke mulig profitt. For hvitfisk vil aktuelle substitutter være annen sjømat og magert kjøtt som fjærkre og svin. Trusselen fra substitutter vil alltid være vanskelig å beskytte seg mot.

---

<sup>3</sup> Pers. med Paul Jensen leder av Norges kystfiskarlag

### **5.3.4 Kunder**

Kundene vil kunne representere en stor trussel. Dette gjelder spesielt i tilfeller med en eller få kunder, når produktene som selges er lite differensierte, når produktene som selges utgjør en stor kostnadsandel for kundene, når kundene har dårlig lønnsomhet eller dersom kundene truer med vertikal integrering.

Situasjonen i dag er at flere av de tradisjonelle mellomleddene (eksportør, importør, grossist) har forsvunnet. Detaljistkjedene har vokst seg store og omfatter egne distribusjonsnett, og fiskeindustrielskaper har opparbeidet egne salgs – og logikkavdelinger. Samtidig inngår tidligere kunder (behandling og videreforedling av fisk) i større grad hos fiskeselskapene. Disse faktorene har ført til at kundene i større grad er de store detaljistkjedene.

Forretningsideen til Joh. H. Pettersen har vært å satse på ferskfiskmarkedet da det er god avanse der. Hovedomsetningen er saltfiskproduksjon, og det meste selges til GPG (tidligere Vanna Konsernet). Bedriften har holdt seg til innenlandsmarkedet og har tjent penger på det, men de eksporterer også en del.

### **5.3.5 Konkurrenter**

Ønsker man å kartlegge konkurransesituasjonen i næringen, er det viktig å avdekke graden av rivalisering i næringen. Det er spesielt fire faktorer som er avgjørende for graden av rivalisering:

- Antall aktører
- Vekst i næringen
- Grad av differensiering
- Utgangsbarrierer og faste kostnader

### *Antall aktører*

I fiskerinæringen har det funnet sted en omfattende konsolideringsprosess. I tillegg til horisontal integrasjon har det også vært økende grad av vertikal integrasjon hvor selskaper prøver å få større kontroll over verdikjeden. Resultatene av denne utviklingen er at aktørene har blitt færre og større. Dermed kan det være naturlig å anta at rivaliseringen har avtatt med konsolideringen.

De siste års vanskelige forhold har ført til en rekke konkurser og et redusert antall aktører. Færre aktører gir bedre tilgang på råstoff og mindre priskonkurranse på råstoffet.

De viktigste konkurrentene til Joh. H. Pettersen er Kremer i Løksfjorden, Henry Johansen på Vengsøy og Tromvik fiskeindustri, men det er et godt samarbeid mellom Joh. H. Pettersen AS og disse fiskebrukene. Joh. H. Pettersen og de andre tre fiskebrukene er et naturlig leveringssted for dem som fisker i Malangsgrunnen, Søyla og Mulegga, og de små båtene foretrekker å levere til en av disse fire da de ligger nært fiskefeltene.

### *Vekst i næringen*

Veksten i næringen vil ha stor betydning for graden av rivalisering. Hvis det eksempelvis er lav vekst i en industri, vil en bedrift som ønsker å vokse måtte ta markedsandeler fra en konkurrent som følge av økt rivalisering.

Total etterspørsel etter sjømat er påvirket av faktorer som totalt tilbud, befolkningsvekst, velstand og inntektsfordeling. Økning av forventet vekst i næringen vil trolig dempe graden av rivalisering

### *Grad av differensiering*

En måte å unngå for mye konkurranse i næringen på er å differensiere produktene fra konkurrentens produkter. På den måten kan man oppnå en høyere pris enn det konkurrentene gjør uten å tape markedsandeler, forutsatt at kundene er villig til å betale mer for denne differensieringen. Hvor vellykket en slik strategi er, avhenger av produktets egenskaper. Generelt er det lettere å differensiere heterogene produkter enn det er å differensiere homogene produkter.

Da hvitfisk er et homogent produkt, er det begrensede muligheter for differensiering. Det er likevel mulig å differensiere til en viss grad med hensyn på kunderelasjoner, foredlingsmetode, service og kvalitet, men effekten av dette er trolig begrenset. Faktum er at fisk er en råvare, og at prisen bestemmes av effektive markeder. Dermed er det vanskelig å oppnå en pris utover ordinær markedspris.

Videreforedling av produkter skaper i større grad mulighet for å differensiere produktene og etablere merkenavn.

#### *Utgangsbarrierer og faste kostnader*

Til tross for at fangsten av fisk har vært relativt stabil i de senere år, har den historiske overkapasiteten på fangstsiden ikke blitt nevneverdig redusert. FAO (2005) anslår overkapasitet på verdensbasis til 30 %. Innen produksjon og videreforedling er det også betydelig overkapasitet på verdensbasis. Videreforedlingsanlegg krever tydelige investeringer, og fordi disse anleggene ikke kan brukes i annen virksomhet uten tilleggsinvesteringer er det relativt vanskelig for en aktør å trekke seg ut av næringen uten tap. Dermed vil de høye faste kostnadene og store utgangsbarrierene låse aktørene inne og øke rivaliseringen.

## 6 Fremtidsutsikter og muligheter

Som følge av omfattende endringer i politiske og økonomiske rammebetingelser på ulike geografiske nivå har fiskeindustrien siden 1990 – tallet stått ovenfor nye utfordringer. Det har blant annet funnet sted en nasjonal og internasjonal deregulering av næringen. Denne har på den ene siden bidratt til hardere konkurranse – både ved kjøp av råstoff og salg av produktene. På den andre siden har endringene gitt industrien utvidet handlingsrom – et handlingsrom som åpner for nye muligheter.

Konsummarkedet har i hovedsak måtte forholde seg til pressede priser på kjøpers marked i hele etterkrigstiden. Særlig har de store kjedenes vekst fått mye å si fordi kjedene handler som en felles innkjøpsorganisasjon ved å stille krav til leverandørene om kvalitetssikring av varene. Kjedene har dermed fått økt makt. Makten utnytter de ved å sette leverandøren opp mot hverandre for å presse ned prisen på produktene. Derfor har industrien hatt et ensidig fokus på kostnadseffektivitet.

Selv om kjedene har stor makt er det tendenser til endring. For det første har det skjedd en betydelig vekst i konsum av fisk verden over. Med en begrenset vekst i verdens fiskeproduksjon hevder mange at knappheten på fisk vil øke. I så fall kan en på sikt forvente et skifte fra kjøpers (markedskjede) til selgers (fiskeindustri) marked. For det andre har det skjedd en dreining i fiskerimarkedet som har gått fra en tradisjonell etterspørsel etter standardiserte produkter til en mer kvalitetsrettet etterspørsel. Konsumentene er etter hvert blitt mett av standardiserte varer. De ønsker mer variasjon i produkttilbudet. Derfor må fiskerinæringen sette fokus på kundenes ønsker. Slike endringer vil kunne medføre både økt inntjening og økt verdiskapning i fiskerinæringen.

Joh. H. Pettersen har godkjenning for ferskfisepakking, fersk filet, frysing, salting, hending, slakting og kvalkjøtt. Videre har bedriften godkjenning for alle typer fisk. Alt dett gjør at bedriften er mer fleksibel, mulighetene er større og det gir konkurransefordeler ved store skiftinger i markeds – og ressursituasjonen.

Hovedaktiviteten er saltfiskeproduksjon, som i sin helhet selges til tidligere Vanna AS, som i dag eies av GPS Norge. Firmaet har spesialisert seg på blankpakking av fisk (utsortering av

den beste kvaliteten som egner seg til å konsumeres som fersk hel fisk) Denne fisken har et eget marked, både på Østlandet og i Nord – Europa som selskapet er godt inne i. Tørrfisk blir produsert og eksportert i hovedsak til Afrika, men også til Italia. Også hoder blir tørket og eksportert til Afrika. Anlegget tar også i mot lever og rogn som blir pakket som ferskvare, i tillegg blir noe rogn saltet.

Andre produkter er blåkveite til rundfrysing som selges på auksjon til høystbydende. Kvalkjøtt tilvirkes til biffer og småkjøtt og selges til butikker, fiskebiler og grossister innenlandsk.

Det produseres også en del nisjeprodukter som boknefisk, lutefisk, torsketunger og kaviar Disse leveres til lokale kunder.

Som vi ser driver selskapet med litt av alt. Dette er også det som er nedfelt i selskapets næringsprofil – å ta vare på det råstoff som finnes i området og foredle det. Eieren og tidligere daglig leder Steinar Pettersen tror noe av grunnen til at fiskebruket har hatt brukbare resultat de fleste år er at de utnytter de forskjellige sesonger og markeder så godt det lar seg gjøre. Selskapet er raske til å snu om på anvendelsen av råstoffet, fra fersk til for eksempel saltfisk eller tørrfisk. Strategien fremover vil være å fortsette å tenke lite men allsidig. En oversikt over selskapets aktivitet settes opp i en produkt – markedsmatrise.

### PRODUKT - / MARKEDSMATRISSE

Kunde / Produkt	GPG	Chrishfish	Lokale kunder	Lokale eksportører	Nasjonale eksportører
Ferskfisk					
Saltfisk					
Tørrfisk					
Tørkede hoder					
Blåkveite					
Lever og rogn					
Kvalkjøtt					
Nisjeprodukter					

Matrisen viser de produktene selskapet produserer i dag og kundene for de ulike produktene. Når det gjelder de lokale eksportørene er Icefish og Norfra de viktigste kundene. De viktigste av de nasjonale eksportørene utenom Tromsø er Njård, Leika, Aba, Movinkel og Abba.

Det vil ikke være aktuelt å motta særlig mer fisk til anlegget enn det som blir mottatt på årsbasis per i dag (31.12.2003), dette på grunn av sprengt kapasitet. Strategien fremover vil være å satse videre på de samme produktene som produseres i dag, samt å opprettholde god kontakt med nåværende kunder.

Det produktet som gir høyest dekningsbidrag er ferskfisk. Andelen produsert ferskfisk vil bli holdt på dagens nivå da kapasiteten er fullt utnyttet. Det jobbes imidlertid med å øke den andelen av ferskfisken som blir levert blankiset da en oppnår en høyere pris for denne fisken sammenlignet med den som selges fulliset. I dag blir den høyeste andelen av ferskfisk levert fulliset. For å oppnå en høyere andel blankiset fisk vil det være nødvendig med opplæring av personell.

Det er i løpet av de siste årene gjort store investeringer (ca 11 mill.) i havnen og produksjonsanlegget. Dette dreier seg blant annet om ny industrikai og nytt tørrfisklager. Dette er delvis finansiert av kommunen / staten og delvis av Joh. H. Pettersen (ca 30 %).

Gjennom disse investeringene ønsker selskapet å oppnå:

- Markedstilpasse / tilrettelegge for nye produkter
- Effektiv intern transport
- Skille ulike aktiviteter i henhold til hygienekrav og transportveier
- kostnadsreduksjoner

Det er planlagt oppstart av torskeoppdrett lokalisert like ved fiskebruket. Det er Steinar Pettersen (nåværende eier av Joh. H Pettersen) og hans bror som ønsker å starte oppdrett. Prosjektet vil tidligst være i gang i løpet av 2006. Dette vil kunne være svært positivt for Joh. H Pettersen, spesielt med hensyn på en mer stabil råstofftilgang.

Nylig ble det bevilget penger til å bygge et kystutviklingssenter i Kvaløyvåg. Dette vil kunne være positivt for Joh. H Pettersen da det vil bli mer attraktivt å lande i Kvaløyvåg. Dette



gjennom at et slikt næringsbygg vil kunne dekke en del behov som er nødvendige for å bedre rammebetingelsene og å øke verdiskapningen for fiskebruket (Tromsø kommune). Dette vil blant annet innebære:

Dekket behov for lineegning. Linefiske gir et råstoff av topp kvalitet som kan nyttes til alle anvendelser. For at dette fisket skal kunne videreutvikles i Kvaløyvåg er det behov for muligheter for lineegning på land.

Dekket behov for bøteplass. Tilgang på et bøteri vil føre til at snurrevadbåter kan ta bruket på land for å reparere mindre skader på notbruk, og følgelig slippe å gå til nærmeste notbøteri.

Dekke behovet for redskapsboder for fiskere / redskapslager for oppdrettere. Slike lagringsmuligheter bidrar til å holde leveransene fra de båter som drifter i Kvaløyvåg store deler av året, men ikke hører til plassen, og derfor kan ha behov for å lagre utstyr / fiskeredskaper der de leverer fangst.

Som regel er det behov for mindre og større reparasjoner / utbedringer på både fiskefartøy og i fiskeindustrien. Et verksted i forbindelse med fiskehavna vil kunne dekke dette behovet.

Dersom et fiskebruk skal beholde leveransene fra eksisterende fiskefartøy og trekke til seg nye, vil servicetilbudet som fiskerne får på stedet være av stor betydning. Etablering av et konkret servicetilbud / velferdsstasjon for fiskere vil virke positivt i så henseende.

Alle disse faktorene vil føre til at Joh. H Pettersen kan ha bedre muligheter for økt råstofftilgang og bedre kvalitet på råstoffet, noe som igjen vil kunne gi økt lønnsomhet. Et kystutviklingscenter vil videre kunne fungere som en fysisk så vel som faglig ramme for utviklingsarbeid / prøveproduksjon av nisjeprodukter. Mulighetene for slike produkter må antas å være vesentlig større enn det som er realisert i dag, både med hensyn på produkttype og volum. Det kreves imidlertid drahjelp for å finne fram til nye nisjeprodukter som kan ha et interessant marked både lokalt, regionalt, og eventuelt internasjonalt.

Bedriften har brukt lite ressurser på markedsføring. de har bare utnyttet telefaks og e-post på ferskfisk og i hvalsesongen til å sende ut tilbud til aktuelle kunder. Det ligger et stort forbederingspotensiale i å markedsføre bedriften både mot råstoff - og salgssiden.

## 7 Verdsettelse av Joh. H. Pettersen AS

Ved verdsettelsen av Joh. H Pettersen står selskapets historiske prestasjoner sentralt. Kjennskap til de historiske prestasjonene er først og fremst viktig for å forstå selskapet, samtidig som dette er en avgjørende kilde for forutsigelse av selskapets fremtidige utvikling. Hovedfokus vil være på verdidriverne og den finansielle situasjonen. Analysen tar utgangspunkt i regnskapsdata for de siste år. Det vil først bli presentert en del nøkkeltall fra og med 2001 til og med 2003. Disse vil bli sammenlignet med bransjetall hentet fra Dun & Bradstreet firmafakta. Regnskapstall for 1999 til og med 2003 vil bli lagt til grunn for den videre analysen som skal gi grunnlag for prognostisering av fremtidig utvikling. Et sammendrag av årsregnskapene for disse årene er lagt ved i appendiks.

I en del tilfeller kan det være nødvendig å korrigere regnskapet før det analyseres. For eksempel kan det være aktuelt å korrigere for opplegg / oppløsning av reserver, unormalt høye eller lave poster justeres til normalnivå, det justeres for høy / lav gasjering av aktiv eier og høy / lav gasjering av aktiv eier og høye / lave gasjeringspriser ved kjøp eller salg mellom konsernmedlemmer mv. Slike korreksjoner gjøres for å få frem et best mulig normalresultat.

Etter samtale med eier Steinar Pettersen angående ekstraordinære poster det ville være aktuelt å korrigere for, ble det gjort en korreksjon i regnskapet for 2002. For reparasjon og vedlikehold av fiskebruket er det utgiftsført kr 1 400 000 som er benyttet til utskifting av gammel trekai i forbindelse med flytting og utskifting av nytt mottak. Denne kostnaden var ekstraordinær og ble derfor tilbakeført. Årsresultatet før korreksjonen var på 302 000 kroner, følgelig vil det øke til 1 802 000 etter korrigeringen.

En kan også merke seg at selskapets eksport av laks ble avviklet i 2002, og at dette medførte en betydelig nedgang i omsetning i forhold til tidligere år (se senere diskusjon).

For øvrig vil de resterende regnskapstallene for de ulike år ansett som normale inntekter og kostnader. En oversikt over de regnskapsprinsipper som er lagt til grunn ved utarbeidelse av årsregnskapene for de ulike år, samt en revisjonsberetning for 2003, ligger også vedlagt i appendiks.

## 7.1 Likviditetsanalyse

Likviditeten er et mål på et selskaps evne til å innfri sine betalingsforpliktelser etter hvert som de forfaller. Når man skal se på likviditeten til et selskap er det vanlig å se på forholdstallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Disse forholdstallene forteller hvordan selskapet har finansiert sine eiendeler.

Likviditetsgrad 1 beskriver i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert vha. kortsiktig gjeld, og kan defineres som:

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

En mye brukt standard er at likviditetsgrad 1 minst bør være 2 (Tellefsen og Langli, 1999), men dagens effektive styring av omløpsmidler tilsier at nivået på disse kan være langt lavere enn tidligere. I følge Dun og Bradstreet (2004) kan en likviditetsgrad på over 1,3 kunne betegnes som tilfredsstillende.

Likviditetsgrad 2 beskriver i hvilken grad de mest likvide omløpsmidlene er finansiert vha. kortsiktig gjeld, og kan defineres som:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = (\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}) / \text{kortsiktig gjeld}$$

En mye brukt norm er at likviditetsgrad 2 bør være større enn 1. Det er imidlertid vanskelig å si noe konkret om hva kravet til likviditetsgrad 2 bør være. Selskaper som utelukkende bruker kassakreditten som likviditetsreserve, har normalt en lavere likviditetsgrad 2 enn de som også bruker andre midler.

Regnskapsår	2003		2002		2001	
	Foretaket	Bransjen	Foretaket	Bransjen	Foretaket	Bransjen
Likviditetsgrad 1	5,44	0,96	6,15	1,18	1,49	1,21
Likviditetsgrad 2	3,61	0,73	5,48	0,76	1,40	0,79

Som vi ser har selskapet gjennomgående meget god likviditet, også sammenlignet med bransjetall (tall hentet fra Dun & Bradstreet). Vi ser at likviditeten er høyere for 2002 og 2003 i forhold til 2001. Dette kommer som følge av at selskapet i 2001 hadde en høyere andel fordringer og også en større del kortsiktig gjeld sammenlignet med 2002 og 2003. Årsaken til

at disse postene var høyere dette året er i hovedsak på grunn av at selskapet da også drev med eksport av laks. Det ble også utbetalt et utbytte på 3 millioner i 2001, noe som bidro til en vesentlig økning i kortsiktig gjeld. I 2002 ytet eierne selskapet lån med 6 millioner i form av aksjeutbytte som ble omgjort til langsiktig lån. Likviditeten blir styrket når lånene utbetales

## 7.2 Soliditet

For banker og andre kredittinstitusjoner er det viktig å se på selskapets mulighet til og betjene gjelden. Det mest brukte målet på soliditeten er å beregne forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapitalen, og dermed hvor mye av verdien av eiendelene kan synke før kreditorenes krav kommer i fare. Jo høyere dette forholdstallet er, desto bedre er bedriftens soliditet (Tellefsen og Langli, 1999). For at Joh. H. Pettersen skal være i stand til å takle svinginger i kostnader og inntjening som preger fiskerinæringen, bør selskapet ha en egenkapitalandel på 30 til 40 prosent. Jo sterkere soliditet selskapet har, desto mer kan selskapet tape før det begynner å tære på fremmedkapitalen.

Formel:  $(\text{egenkapital} \cdot 100 \%) / \text{Totalkapital}$

Tapsbuffer er et mål for hvor mye egenkapital det er i firmaet. Tapsbufferen måler egenkapitalen mot driftsinntektene. Forutsetter vi at driftsinntektene for neste år blir lik fjorårets, viser tapsbufferen hvor mange prosent av driftsinntektene (omsetningen) firmaet kan tape før egenkapitalen er tapt. En tapsbuffer på 5 % innebærer at selskapet, med like stor omsetning til neste år, kan ha et underskudd på 5 % før hele egenkapitalen er tapt. Negativ tapsbuffer viser at egenkapitalen er negativ. Tapsbuffer på over 10 % anses som god soliditet.

Formel:  $(\text{Egenkapital} \cdot 100 \%) / \text{Driftsinntekter}$

Regnskapsår	2003		2002		2001	
	Foretaket	Bransjen	Foretaket	Bransjen	Foretaket	Bransjen
Egenkapitalandel	59,6 %	20,0 %	54,7 %	20,6 %	45,2 %	24,5 %
Tapsbuffer	37,7 %	11,5 %	11,7 %	16,3 %	6,2 %	18,7 %

Som vi ser er soliditeten gjennomgående god, også sammenlignet med bransjetall.

Egenkapitalandelen er som vi ser noenlunde stabil og tilfredsstillende kravet på 30–40 % for alle år. Tapsbufferen har forbedret seg årlig, dette som en følge av at omsetningen er blitt lavere (som følge av avvikling av lakseeksport), samtidig som egenkapitalen er blitt noe forbedret. En tapsbuffer på 37,7 % er meget bra og viser at selskapet har mye å gå på før egenkapitalen er tapt.

### 7.3 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalyse består i å vurdere bedriftens evne til å forrente investert kapital. Målene på periodens verdiskapning hentes fra resultatregnskapet. Målene på periodens gjennomsnittlige kapital hentes fra balanseregnskapet. Det finnes en rekke ulike rentabilitetsmål. Vi skal her se nærmere på egenkapitalens – og totalkapitalens rentabilitet.

Formålet med egenkapitalrentabiliteten er å måle regnskapsmessig avkastning på den kapitalen eierne har investert i selskapet. Egenkapitalrentabiliteten blir beregnet på følgende måte:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \text{Ordinært resultat før skatt} / \text{gjennomsnittlig egenkapital}$$

Totalkapitalrentabiliteten forteller oss hvor stor avkastning bedriften har hatt på sin totale kapital, uavhengig av hvordan denne kapitalen er finansiert. Totalkapitalrentabiliteten kan defineres på følgende måte:

Totalkapitalrentabilitet:

$$\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{finanskostnader} / \text{Gjennomsnittlig totalkapital}$$

Regnskapsår	2003		2002		2001	
	Foretaket	Bransjen	Foretaket	Bransjen	Foretaket	Bransjen
Egenkapitalrentabilitet	20,3 %	– 32,1 %	20,2 %	6,3 %	33,3 %	15,5 %
Totalkapitalrentabilitet	17,3 %	9,6 %	10,7 %	8,2 %	26,8 %	9,5 %

Som vi ser ligger rentabiliteten jevnt over på et høyt nivå sammenlignet med bransjetall. Tommelfingerregelen er at totalrentabiliteten bør ligge over alminnelig utlånsrentenivå. Nedgangen i totalrentabilitet skyldes i hovedsak en nedgang i driftsinntekter (som følge av avvikling av lakseeksport) uten en nedgang i kapitalbruken.

## 7.4 Prestasjon

Et mye brukt prestasjonsmål er ROIC (return on invested capital) og kan defineres som (R. Anthony og V. Govindarajan):

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{gj.snittliginvestertkapital}}$$

NOPLAT = driftsresultat fratrukket skatt

ROIC viser således hvilken avkastning selskapet har på den kapitalen som er investert i selskapet. Fordelen med å bruke NOPLAT fremfor årsresultatet er at fokus rettes mot driften.

Dermed kan man måle hvor godt selskapet drives uavhengig av finansposter.

En av fordelene med å bruke ROIC som prestasjonsmål er at det kan sammenlignes direkte med WACC. For at selskapet skal ha en positiv avkastning på investert kapital må ROIC være større enn selskapets WACC. Hvis dette er tilfelle kan selskapet forvalte aksjonærenes verdier på en tilfredsstillende måte. Basert på regnskapstall fra 2003 kan vi finne ROIC for dette året:

$$\text{ROIC} = \frac{2036}{16161} = 0,1260 = 12,60 \%$$

Tidligere i oppgaven fant vi WACC til 10,42 %. Som vi ser tilfredsstiller selskapet kravet om at ROIC bør være høyere enn WACC. Dette innebærer at selskapet har en positiv avkastning på investert kapital. Siden ROIC er høyere enn WACC vet vi at vi vil få en positiv Economic profit / EVA

## Economic Value Added (EVA)

Et annet mål på prestasjon er EVA. EVA måler den merverdien som skapes i virksomheten etter at både eierne og lånegiverne har fått sin forventede avkastning. Om Eva er større enn null er det skapt merverdier utover dette.

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) \cdot \text{investert kapital} \\ &= (0,1260 - 0,1042) \cdot 16\,161 \\ &= 352 \end{aligned}$$

Dette tallet viser resultatet etter at selskapet er belastet for all dets kapital. selskapet har altså oppnådd en superprofitt på i overkant av 300 000 kroner.

Historisk regnskapsmessig avkastning er relevant informasjon i en verdsettelsesanalyse. Det er mange grunner til å forvente en sterk positiv korrelasjon mellom nåværende og fremtidig kapitalavkastning – i hvert fall på kort og mellomlang sikt. Årsaken til nåværende lønnsomhet, enten den er god eller dårlig, vil ofte være varige. Virksomheter med lønnsomhetsproblemer vil sjelden løse disse over natten. Snuoperasjoner tar ofte tid. Motsatt vil foretak som gjør det bra, ofte ha konkurransefordeler – indre eller ytre – som er varige av natur

## 7.5 Estimering av fremtidig utvikling

Det er valgt å bruke en to – periodisk kontantstrømbasert modell i verdsettelsen av Joh. H. Pettersen (se kap. 2). Dette innebærer at man først må estimere kontantstrømmene til totalkapitalen (aksjonærer og lånegivere) for en periode fremover, og deretter estimere en terminalverdi på selskapet. Selskapets verdi er ekvivalent med nåverdien av kontantstrømmene i disse to periodene. Det er som sagt valgt å budsjettere en periode på fem år, og deretter finne terminalverdien.

Estimering av utvikling ved å beregne kontantstrømmene til et selskap krever estimerer på vekst, marginer, investeringer, avskrivninger og endring i arbeidskapital for de neste fem årene. Det er flere forutsetninger som må bli lagt til grunn for de ulike parameterne. Disse forutsetningene er basert på tilgjengelig informasjon og de analyser som er utført.

### 7.5.1 Omsetning

Selskapets eksport av laks ble avvirket i 2002, og dette medførte betydelig nedgang i omsetningen i forhold til tidligere år. For å belyse dette kan vi se hvordan salgsinntektene var fordelt i 2001 og 2002:

	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Trading laks	49,1	109,6
Butikk/olje – salg	3,8	3,7
Fiskevarer	24,8	30,7

Som vi ser er det ikke bare avvirkningen av lakseeksport som førte til nedgang i omsetningen. 2002 var generelt sett et år med nedgangstider for norsk sjømatnæring. På tross av dette fikk selskapet et godt år også i 2002, både relativt sett i næringen og faktisk.

Forløpige tall for 2004 viser at omsetningen fra 2003 har økt med ca 40 %. For 2005 og 2006 forventes det en omsetning lik 2004, denne forventningen er basert på samtale med Bengt Pettersen angående reel fremtidig utvikling. For disse årene forutsettes det derfor en økning i omsetning på 1,1 % som tilsvarer historisk prisstigning (1956 – 2003) (dagens næringsliv). For 2007 og 2008 forutsettes en økning på 5 % i hovedsak på bakgrunn av bedre tilgang på råstoff (se tidligere diskusjon).

År	2004	2005	2006	2007	2008
Omsetningsvekst	40 %	1,1 %	1,1 %	5 %	5 %

### 7.5.2 Driftskostnader

Joh. H. Pettersens driftskostnader (uten avskrivninger) som en prosent av inntektene har variert mellom 98 prosent og 86,6 prosent fra 1999 til 2003, med den laveste andel i 2003. Vi ser av regnskapene at varekostnaden står for den største delen av driftskostnadene, og at denne svinger i takt med totale inntekter. Det er naturlig at varekostnaden samt de øvrige driftskostnader vil forbli konstant som en prosent av inntektene også i løpet av de neste årene.



Vi forutsetter at driftskostnadene før avskrivning vil ligge på 91 prosent i forhold til omsetning.

### **7.5.3 Investeringer**

Det finnes to typer investeringer; kjøp av driftsmidler og oppkjøp av andre selskaper. Kjøp av driftsmidler innebærer investeringer i nye maskiner, nytt utstyr, vedlikehold av anlegg, etc. Estimatenes for denne type investeringer er gjort på grunnlag av historiske investeringer i prosent av omsetningen.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Omsetning	114 406	81 262	144 340	77 892	29 723	50 000
Anleggsmidler	2 773	2 942	3 594	7 006	10 022	10 571
Anleggsmidler/omsetning	2,42 %	3,6 %	2,5 %	9,0 %	33,7 %	21,14 %

Ved prognostisering av investeringer i varige driftsmidler tar vi en forutsetning om den stabile mengden netto varige driftsmidler det tar å generere hver krone av salg. Dette bygger på den observasjonen at netto varige driftsmidler har vært relativt flat. Den eneste store forandringen kom til og med 2002, da nye store investeringer ble gjort. I 2004 ble det investert i renovering av fryserom på ca 500 000, sum anleggsmidler antas derfor å være 10 570 kroner (21 %). Det er ikke planlagt noen større investeringer i løpet av de neste årene fremover (jfr. samtale med Bengt Pettersen). Det forutsettes følgelig at nivået på anleggsmidler vil ligge på 21 % av omsetningen

### **7.5.4 Avskrivninger**

For ordinære avskrivninger har jeg beregnet et gjennomsnitt av avskrivningssatsen i perioden 2000 – 2003. Denne gjennomsnittssatsen på 9,12 % er benyttet i prognosen frem til og med 2009.

### 7.5.5 Arbeidskapital

Endring i arbeidskapital er mulig å beregne ut fra endring i omsetning. Det vil si at arbeidskapitalen er en fast prosent av omsetningen (Bøhren, 1999).

År	1999	2000	2001	2002	2003
Omløpsmidler	10713	8182	1687	9606	8725
Kortsiktig gjeld	5516	2178	10837	1562	1603
Arbeidskapital	5197	6004	5350	8044	7122
Arbeidskapital i % av omsetningen	4,5 %	7,4 %	3,7 %	10,3 %	24 %

Vi vil forutsette at arbeidskapitalen i kroner for 2004 vil ligge på samme nivå som i 2003, dvs. ca 14 % av omsetningen. For de neste årene forutsettes det en stabil arbeidskapital på 14 % av omsetningen.

Estimering av utvikling under gitte forutsetninger blir som følger:

År	2004	2005	2006	2007	2008
Omsetning	50 000	50 550	51 106	53 661	56 344
Div. kostnader	45 500	46 001	46 507	48 832	51 273
Avskrivninger	964	968	979	1028	1079
Driftsresultat	3 536	3 581	3 620	3 801	3 992

Kontantoverskuddene til totalkapitalen kan beregnes slik:

År	2004	2005	2006	2007	2008
Driftsresultat etter skatt	2 546	2 628	2 706	2 910	3 117
Avskrivninger	964	899	841	788	742
Anleggsinvesteringer	(1 464)	(1 012)	(1 096)	(1 565)	(1 079)
Økning arbeidskapital	122	(77)	(78)	(358)	(375)
Kontantoverskudd	2 168	2 507	2 511	2 015	2 179

Verdien av totalkapitalen beregnes slik :

$$\frac{2168}{1,1045} + \frac{2507}{1,1045^2} + \frac{2511}{1,1045^3} + \frac{2015 + \frac{2179}{0,1045 - 0,02}}{1,1045^4} = 24564$$

På grunnlag av at renten er bevegelig forutsettes det at verdien av den rentebærende gjelden tilsvarer bokført verdi. Verdien av egenkapitalen finnes slik:

Verdi totalkapital	24 564
– Rentebærende gjeld	6 000
	18 564

Basert på de gitte forutsetninger som er tatt underveis vil anslaget på Joh. H. Pettersens egenkapital være vel 18 millioner. Dette er ingen eksakt pris og i neste kapittel vil det gjøres sensitivitetsanalyser for å belyse usikkerheten knyttet til verdianslaget. En grundigere diskusjon rundet dette resultatet vil bli gjort i senere kapittel.

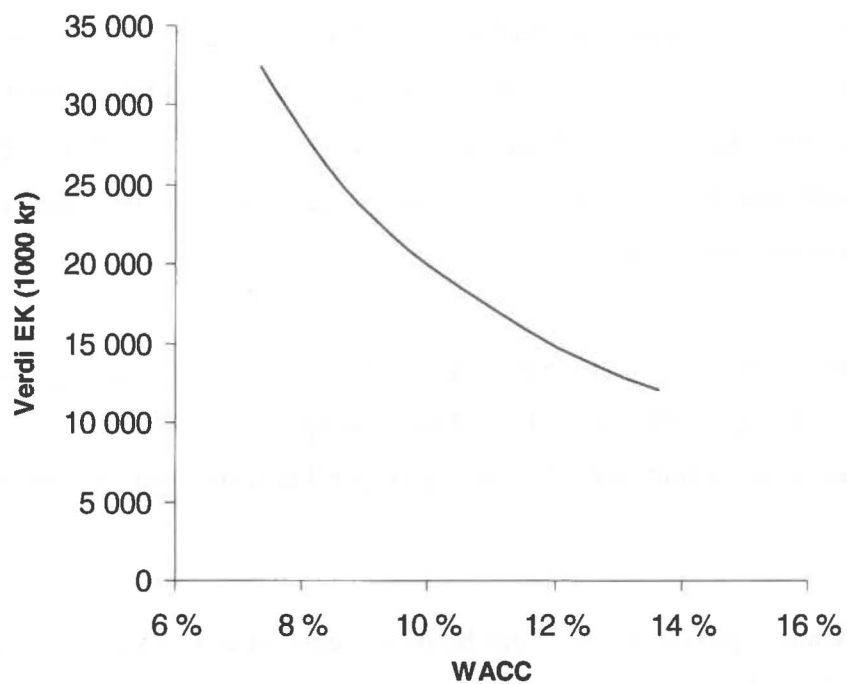
## 8 Sensitivitetsanalyser

For å kartlegge usikkerheten knyttet til verdianslaget benyttes normalt sensitivitetsanalyser (Boye og Meyer, 1998). En verdivurdering bygger på forutsetninger om faktorer som fortjeneste, vekst, avkastningskrav, osv. Disse variablene er fastsatt etter bese skjønn basert på den informasjonen som har vært tilgjengelig. Flere av disse variablene vil kunne endre seg annerledes en det som er lagt til grunn i prognosene. Dette vil følgelig kunne medføre andre resultater enn de jeg har kommet frem til. Det vil derfor gjennomføres en sensitivitetsanalyse, hvor det blir sett på effekten av endringer i avkastningskrav og evigvarende vekst. Da beta, markedets risikopremie, risikofri rente og lånerenten inngår i avkastningskravet, vil en endring i WACC også belyse hva som vil skje om disse endrer seg i positiv eller negativ retning.

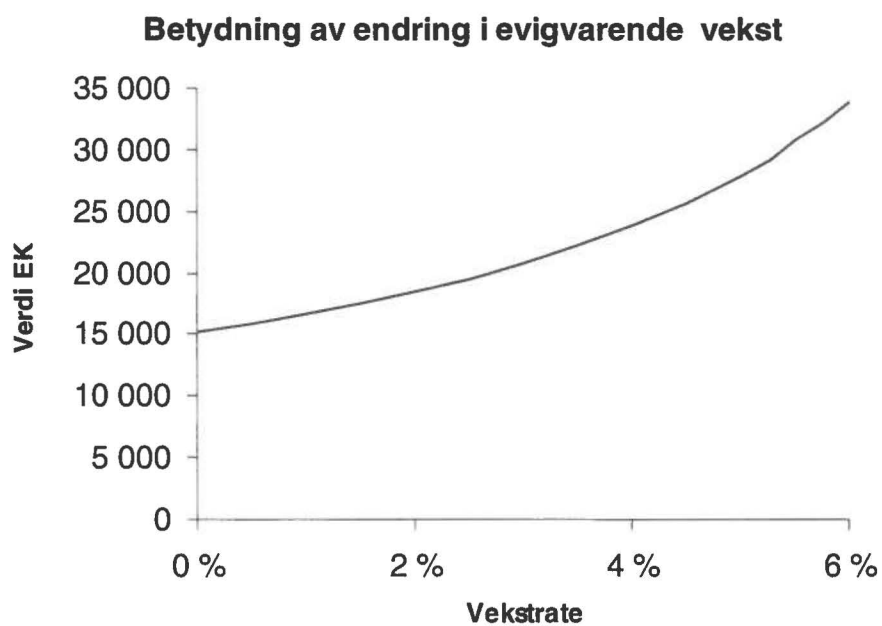
Resultater av sensitivitetsanalysen							
Prosentvis endring i WACC	- 30 %	- 20 %	- 10 %	0 %	10 %	20 %	30 %
Verdi EK ved endring WACC	32 503	26 296	21 836	18 474	15 850	13 743	12 014
Endring i g	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %
Verdi EK ved endring g	15 187	16 659	18 478	20 784	23 802	27 920	33 878

Tabell 9.1

Tabellen illustrerer hvor følsom verdien for egenkapitalen er for +/- 10-, 20- og 30 prosent endring i WACC, samt hvor følsom den er for endring i vekstfaktor fra 2 % til henholdsvis 0, 1, 3,4, 5 og 6 % vekst. Selv små endringer i nøkkelfaktorer kan påvirke verdien i betydelig grad. Dette er med på å illustrere den usikkerheten det er ved verdsettelse av selskaper. For å illustrere dette bedre fremstilles resultatene grafisk.



Figur 9.1 Betydningen av endring i WACC



Den først figuren viser at selv små endringer i WACC vil kunne gi relativt store utslag for verdien på egenkapitalen. Sensitivitetsanalysen viser for eksempel at en 10 % lavere WACC gir en positiv merverdi på 3 362 kr, noe som tilsvarer en økning i verdien på 18,20 %. Tilsvarende gir en 10 % høyere WACC en nedgang i verdi på 2 624, det vil si 14,20 % nedgang. Dette indikerer at en endring i en eller flere av de faktorene som inngår i WACC vil kunne påvirke verdien i betydelig grad.

Som vi ser vil noen få prosent høyere evigvarende vekst gi relativt store utslag i verdien på egenkapitalen. En økning i  $g$  fra 2 % til 4 % vil for eksempel gi en økning i verdien fra i overkant av 18 millioner til bortimot 24 millioner kroner. Dette tilsvarer en økning på ca 29 % i verdien.

En svakhet ved denne type analyse er at man bare kan endre en av faktorene om gangen. Man vil derfor ikke se konsekvensen av at ulike parametere endrer seg samtidig. I praksis vil det ofte være slik at variabler endrer seg i et bestemt forhold til hverandre. Sensitivitetsanalysen er likevel nyttig ved at man kan se ulike nøkkelfaktorens innvirkning på resultatet.

## 9 Diskusjon

Verdivurdering er ingen eksakt vitenskap. Det kan benyttes mange forskjellige innfallsvinkler når man skal anslå verdien på en bedrift. Som vi har sett klassifiseres ofte de ulike metodene som benyttes ved bedriftsverdsettelse i to hovedgrupper:

*Balansebaserte metoder*, dvs. metoder der egenkapitalen beregnes som differansen mellom verdien av eiendelene og gjelden.

*Kontantstrømbaserte metoder*, dvs. metoder der verdien av egenkapitalen beregnes på grunnlag av forventet inntjening.

De balansebaserte metodene, f. eks. substansverdiberegninger, er bare egnet når det foreligger markedsverdier for eiendelene. Markedsverdier for eiendeler reflekterer eiendelenes forventede inntjening. Det er derfor ingen prinsipiell forskjell mellom en balansebasert verdiberegning der man bygger på markedsverdier, og en kontantstrømbasert verdiberegning

En balansebasert metode bør som nevnt bare benyttes når det foreligger markedsverdier for eiendelene. Dessuten bør benyttelsen av eiendelene i en bestemt virksomhet ikke generere merverdier eller goodwill. For øvrig er valg av metode i stor grad avhengig av:

*Hvilke ressurser som kan benyttes på verdsettelsen.* Dreier det seg om kjøp eller salg av en mindre aksjepost, kan man ikke bruke mye tid på verdsettelsen, og enkle metoder må benyttes. Ved oppkjøp av en større virksomhet kan det derimot forsvares å bruke et større beløp på verdsettelsen, og man kan benytte mer raffinerte verdsettelsesmetoder.

*Tilgang på data.* Har man begrenset tilgang til data, må man ofte bruke enkle verdsettelsesmetoder, mens god tilgang til data, f. eks. budsjetter, kan gi grunnlag for å benytte mer avanserte verdsettelsesmetoder

*Tid.* I mange tilfeller må man slå raskt til dersom man skal få kjøpt en bedrift eller aksjepost. Når dette er tilfelle, er det ikke mulig å gjøre særlig omfattende verdiberegninger.

I vurderingen av Joh. H. Pettersen var det store spørsmålet i hvilken grad virksomheten er i stand til å skape fremtidige verdier med de ressursene ledelsen har til sin disposisjon.

Det som gir bedriften verdi er de kontantoverskudd den vil generere. Den bedriftsøkonomisk mest korrekte metode er følgelig å diskontere bedriftens frie kontantstrømmer etter skatt. Metoden er mer krevende enn for eksempel P/E - metoden, men vil gi et mer etterprøvbart resultat, og også kunne ta hensyn til kvalitative verdier som implisitt blir lagt til grunn i prognosen.

Dersom en har tid og ressurser til det bør en altså budsjettere og diskontere kontantoverskudd for gjennom dette å komme frem til selskapets verdi. Dette ble gjort for Joh. H. Pettersen. Fremtidig lønnsomhet er selvfølgelig meget vanskelig å gjette på, og slike beregninger kan i et flertall tilfeller gi svært vilkårlige verdier. Dette som følge av at usikkerheten knyttet til beregningen av fremtidige pengestrømmer og avkastningskrav ofte er betydelig. En vurdering av usikkerheten knyttet til verdianslagene ble gjort gjennom sensitivitetsanalysen. Her ble enkelte input variabler endret slik at man fikk se hvilke konsekvenser slike endringer ville gi. Analysen viste blant annet at endring i avkastningskravet ga store endringer i verdien. Det er viktig å være klar over at fastsettelsen av avkastningskrav langt fra er en eksakt vitenskap, men snarere en blanding av god teori og fornuftig skjønn. For Joh. H. Pettersen var spesielt beta - verdien vanskelig å fastsette, da selskapet ikke er børsnotert, og det var vanskelig å finne tilsvarende børsnoterte selskaper. Beta ble satt til 1 noe som tilsier at forretningsrisikoen for Joh. H Pettersen tilsvare forretningsrisikoen for et typisk børsnotert selskap. Det kan nok diskuteres om ikke denne beta verdien bør oppjusteres fordi en mener forretningsrisikoen er høyere. En endring i beta fra 1 til for eksempel 1,3 vil gi en WACC på 11,52 (+ 10 %). Dette vil som vi ser av sensitivitetsanalysen gi en reduksjon i verdien på nesten 3 millioner. Dette er med på å illustrere den usikkerheten som er til stede ved verdivurderinger.

På grunn av usikkerheten bør man også foreta en rimelighetsvurdering av den verdi som er beregnet. Dette kan for eksempel gjøres ved at man beregner verdien på grunnlag av en annen enn den valgte metode. Vi skal se litt mer på dette i det følgende.

Substansverdiberegninger er kanskje først og fremst egnet for eiendomsrelatert virksomhet, hvor det vektles mye på bygninger, tungt utstyr osv. Slike beregninger kan imidlertid også være et nyttig supplement til kontantstrømbaserte beregninger. Som nevnt tidligere kan substansverdi defineres som markedsverdi av eiendelene fratrukket gjelden. Normalt kan



verdien av omløpsmidlene og gjelden anslås med relativt stor grad av nøyaktighet. Hovedproblemet er derfor å verdsette anleggsmidlene. For lån med bevegelig rente vil det normalt være overensstemmelse mellom virkelig verdi og bokført verdi for gjelden. Vi vil i det følgende bruke bokførte verdier for gjelden og omløpsmidlene. For anleggsmidlene brukes en verditakst utført av ABC Eiendomstaksering hvor markedsverdien ble satt til 14 millioner.

Følgende balanse legges til grunn for beregning av substansverdi (tusen kroner):

Omløpsmidler	8 725	Gjeld	7 603
Anleggsmidler	10 070	Egenkapital	11 192
	18 795		18 795

Markedsverdi anleggsmidler            14 000

Substansverdien av egenkapitale blir da:

$$14\ 000 + 8\ 725 - 7\ 603 = 15\ 122$$

Som vi ser avviker substansverdien med vel 3 millioner fra den verdien som kom frem ved den kontantstrømbaserte modellen. Selv om man legger til grunn markedsverdier ved en substansverdiberegning kan den virkelige verdi for virksomheten avvike fra substansverdien. Dette skyldes goodwill eller badwill, som igjen henger sammen med at en virksomhet får mer eller mindre ut av eiendelene enn andre virksomheter.

Dersom vi hadde foretatt en likvidasjonsverdiberegning ville vi sannsynligvis fått en langt lavere verdi enn substansverdien. Dette som følge av at en likvidasjonsverdiberegning forutsetter avvikling og forsert salg av eiendelene, mens en substansverdiberegning forutsetter going concern, eventuelt salg av eiendelene uten at det foreligger salgspress. Forsert salg medfører ofte betydelige prisavslag. Dessuten påløper det ofte store avviklingskostnader. Likvidasjonsverdi blir betegnet som den lavest verdi en selger kan akseptere. Det vil imidlertid ikke være aktuelt med en likvidasjonsberegning i dette tilfellet da man er interessert i verdien under forutsetning om fortsatt drift.

Multiplikatormodeller er blant de mest brukte og misbrukte verdsettelsesmodeller.

Hovedgrunnen til modellenes popularitet er sannsynligvis at de er meget enkle å bruke. P/E – metoden er uten sammenligning den mest brukte multiplikatormodellen. Ved bruk av denne metoden beregnes verdien ved at ekstraordinære poster fratrukket skatt multipliseres med en P/E – faktor. Et hovedproblem ved bruk av P/E – metoden er å finne børsnoterte selskaper som er sammenlignbar med det selskapet som skal verdsettes. De selskapene man benytter P/E – tallene for, må for det første tilhøre samme bransje, og vekstutsiktene bør være de samme som for det selskapet vi skal beregne verdien av. Selskapene bør også helst benytte samme teknologi og være av omtrent samme størrelse for å være sammenlignbare. Dessuten bør finansieringsstrukturen være omtrent den samme.

Man kan imidlertid angi en teoretisk P/E for et selskap ved å beregne veidet kapitalkostnad, for så å invertere denne. For Joh. H Pettersen fant vi en kapitalkostnad på 10,45 %. Ved å ta  $1 / 10,45$  får man en teoretisk angivelse på hvor mange ganger årets resultat etter skatt selskapet er verdt. Da driftsresultatet etter skatt i 2003 var ca 2 millioner vil verdien på totalkapitalen bli vel 19 millioner ved bruk av P/E - metoden. Verdien på egenkapitalen blir ca 13 millioner.

For Joh. H. Pettersen (og generelt sett) bør man være meget forsiktig med prising på grunnlag av multiplikatormodeller, dette blant annet fordi forutsetningen om sammenlignbarhet normalt ikke er oppfylt. Multiplikatoren fastsettes normalt på grunnlag av grovt skjønn, man får derved ikke frem hvilke forutsetninger verdiberegningen bygger på.

Det tallet som fremkom ved bruk av den kontantstrøbaserte metoden er ikke en 100 % sannhet, kun en diskontert tallrekke med betydelig usikkerhet. Som kontroll og som grunnlag for vurdering av over- eller underprising av selskapet har vi sett på andre modeller som i større eller mindre grad kan brukes til å komplettere nåverdiberegninger. Ved å kombinere to eller flere metoder kan man komme frem til en samlet konklusjon.

Det å verdivurdere en bedrift er som sagt ingen eksakt vitenskap. I tillegg til at ulike prinsipper, forutsetninger og metoder gir ulike estimater for verdi, vil det også være en rekke elementer utover dette som vil påvirke prisen. Vi skal se litt på dette i det følgende.

For det første kan en bedrift ha ulik verdi for kjøper og selger. Selger kan ha sentimentale årsaker som vanskeliggjør et salg, eks. barn som arbeider i bedriften, eller er avhengig av å eie bedriften for å opprettholde livslang inntekt (man får ikke jobb annet sted). Kjøper kan kanskje realisere betydelige synergieffekter gjennom felles funksjoner eller vil kunne selge inn egne produkter / tjenester til den kjøpte bedriftens kundebase. Kjøper kan også gjennom en transaksjon styrke sin forhandlingsposisjon ovenfor kunder eller leverandører, og gjennom dette øke egen inntjening. For Joh. H. Pettersen vil det ikke være snakk om muligheter for å hente ut synergier da den avtalen som foreligger i dag ikke innebærer fusjon eller oppkjøp fra en annen aktør. Bengt Pettersen som har opsjon på å kjøpe selskapet eier ingen selskap fra før, og planlegger ikke oppkjøp av flere selskaper ved siden av Joh. H Pettersen.

Forhandlingsposisjonen vil alltid påvirke prisen. Dersom en mulig selger av en bedrift har dårlig tid eller et stort behov for kontanter, vil dette svekke forhandlingsposisjonen – og ofte salgsprisen. Hvis en kjøper ser en bedrift som en viktig brikke i en bransjestrukturering eller for å tilby et totalkonsept, kan dette virke prisdrivende. Dersom det er flere interesserte kjøpere kan også dette virke prisdrivende ved at de kan splittes opp mot hverandre. Nåværende eier av Joh. H Pettersen er svært interessert i å få solgt virksomheten så raskt som mulig, og ønsker å selge den til Bengt Pettersen da han mener han vil være en god kjøper. Dette vil sannsynlig medvirke til at han kan være villig til å justere prisen nedover.

Spesielt for bedrifter uten store materielle verdier ligger ofte mer enn 90 % av dets verdi i fremtidig og usikker inntjening. Det vil alltid være usikkerhet og ulike oppfatninger om hvordan en bedrifts lønnsomhet vil utvikle seg, noe som påvirkes av intern effektivitet, evnen til innovasjon og tilfredsstillelse av kunder, eksterne bransjeforhold, prisutvikling på råvarer / ferdigvarer / penger (rente) / valuta / etc.

Som vi har sett er den spesifikke risikoen reflektert i avkastningskravet gjennom beta. En som kjøper en fiskeindustribedrift vil imidlertid måtte leve med både systematisk og usystematisk risiko, da muligheten for å diversifisere usystematisk risiko er svært begrenset. Den strategiske analysen viste at Joh. H Pettersen er et selskap som er godt etablert i bransjen, med gode kontakter og evne til å drive godt også når det har vært dårlige tider i næringa generelt. Dette for eksempel gjennom at mange båter leverer fast ved bruket, og en derfor klarer å oppnå en mer stabil råvaretilførsel enn mange andre foretak i fiskeindustrien. Samtidig er det et faktum at den bransjespesifikke usikkerheten rundt fiskeindustrien er stor. Dette gjelder

biologiske forhold som råvaretilførsel og råvarekvalitet. Som vi har sett er viser en statusrapport fra FAO (2005) at om lag 50 % av fiskebestandene er fullt utnyttet, og det er fortsatt behov for å vise stor forsiktighet i høsting av våre viktigste fiskerarter. Det gjelder konkurranseforhold både i råvaremarkedet og i de ulike produktmarkedene (Ágústsson og Dreyer, 1994). Og det gjelder politisk usikkerhet knyttet til det institusjonelle rammeverket rundt det å foredle fisk. I tillegg kan man peke på usikkerheten knyttet til internasjonale handelspolitiske forhold. Som vi har vært inne på tidligere opererer selskapet i et marked hvor de grunnleggende etterspørsel – og produksjonsforhold bestemmes globalt. Alt dette påvirker investeringsadferden ved at de forutsetninger som lå til grunn på investeringstidspunktet ikke vil holde særlig lenge. Et annet problem er at investeringene i fiskeindustrien ofte er irreversible. Dette skyldes at annenhåndsmarkedet for salg av bedrift eller utstyr ikke gir håp om å få tilbake mye av investeringsbeløpet ved salg. Slike faktorer kan være med på å senke den prisen kjøper er villig til å betale. Her vil forholdet mellom pris og risiko vurderes nøye. Nå er det jo slik at Bengt Pettersen har drevet Joh. H Pettersen siden oktober 2003. Gjennom dette har han kunnet tilegne seg en større forståelse for om han vil kunne drive virksomheten lønnsomt videre, og hvor mye han mener det er verdt å betale.

Små og ikke børsnoterte bedrifter verdsettes ofte lavere enn store bedrifter og børsnoterte bedrifter. Dette kommer som følge av at større bedrifter normalt er mindre risikoutsatt for tap av enkeltkunder, medarbeidere, krav fra myndighetene, etc. enn små bedrifter. Er bedriften børsnotert gir dette eieren en finansiell fleksibilitet de kan være villig til å betale for gjennom høyere verdsettelse.

Verdivurdering er beheftet med stor usikkerhet. En eventuell omforent verdi avhenger til slutt kun på hva kjøper ønsker å gi og hva selger forlanger.

## 10 Konklusjon

Målsetningen med oppgaven var å gjøre en verdivurdering av fiskeindustriselskapet Joh. H. Pettersen. Utgangspunktet var selskapets regnskap for de siste år. Videre ble det gjort en analyse av bedriftens strategiske posisjon for å avdekke styrker og svakheter, muligheter og trusler. Basert på disse to analysene ble det satt prognoser for fem år frem i tid. Før selve verdiberegningen ble avkastningskravet fastsatt. Det er brukt mye tid og ressurser på å komme frem til realistiske forutsetninger og estimater. En del av de faktorene som inngår i de utførte analysene er basert på subjektive forutsetninger og antakelser. Selv om disse settes inn i et objektivt teoretisk verdsettelses rammeverk, blir verdien man kommer frem til av en usikker karakter. Noe av denne usikkerheten er belyst gjennom sensitivitetsanalysen.

Joh. H. Pettersen er et fiskeindustri selskap som historisk har drevet godt med gode resultater. Fiskerinæringen er en vanskelig næring, og mange selskap har hatt problemer med å overleve på grunn av lav lønnsomhet og ellers ustabile forhold. Joh. H. Pettersen har imidlertid vist evne til å drive godt også i vanskelige tider.

Det er ikke uten videre enkelt å skulle forklare hvorfor Joh. H. Pettersen sammenlignet med næringen ellers har lyktes så godt. Det er imidlertid en del felles trekk som synes å være til stede hos de som ser ut til å overleve under dagens næringsstruktur, og da også hos Joh. H. Pettersen. Blant de bedriftene som tar i mot mye av sitt råstoff fersk i første hånd synes følgende stikkord å være dekkende: Ett anlegg med en eier som er aktiv i den praktiske og ikke bare i den administrative driften. Eieren har god kunnskap om fiskemønster og sesonger og bedriften er flink til å tilrettelegge for både den lokale kystflåte og "fremmedbåter" gjennom allsidig og moderne servicetilbud ved anlegget. Eieren har bra markedskunnskap innenfor sin sektor og god evne til å se hvilke produkter ulike typer av råstoff skal brukes til. Produksjonen og produktspekteret er tilrettelagt på en fleksibel måte, slik at det kan endres etter daglige endringer i råstofftilgang.

En annen suksessfaktor som kan trekkes frem er at bedriften er forsiktig med hensyn til nyinvesteringer. En krone skal normalt tjenes før den investeres. Bedriften har også hatt lite gjeld; et forhold som flere i industrien påpeker kanskje er det viktigste når det gjelder å mestre alle svigninger og usikkerhet, og følgelig overleve over tid.

Verdien på egenkapitalen ble etter kontantstrømbasert metode beregnet til vel 18 millioner. Som vi ser er denne verdien langt høyere enn den aktuelle salgsprisen på 8 millioner som foreligger i dag. Det vil dermed ikke si at noen av disse verdiene er ukorrekte.

Det kan være ulike grunner for at man ønsker å selge et selskap, men ofte er en hovedgrunn at eier ønsker å realisere kapital for å investere i nye prosjekter eller for å trekke seg tilbake. Innenfor dette kan det igjen være en rekke motiver for at et salg vurderes, for eksempel slik som i dette selskapets tilfelle; ingen naturlig avtaker.

I private bedrifter er salg av virksomheten normalt en unik hendelse. Sannsynligvis har eierne ikke solgt virksomheten tidligere, med de muligheter og fallgruver dette kan medføre. På den ene siden kan det være ønskelig å realisere en gevinst, men på den andre side kan det føles som å selge "barnet" sitt.

Personlige motiver i salgsprosessen kan gjøre forhandlingene vanskelige da det ikke nødvendigvis bare er maksimering av prisen som er viktig. Ofte må det tas hensyn til ikke-finansielle mål:

- Eieren ønsker å fortsette i virksomheten etter at ny eier overtar
- Potensielle kjøpers forhold til den videre driften kan spille en stor rolle.

Lojalitetsfølelsen eieren føler ovenfor virksomheten og de ansatte, kan i mange tilfeller være meget sterk. For eksempel kan eieren ha sterke meninger om hvordan kunder, ansatte og leverandører skal behandles av de nye eierne. Kommer de nye eierne til å ta hensyn til de verdier som er bygget opp? Hva med reallokering av mennesker eller reposisjonering av merkevarer? Slike faktorer kan føre til at virksomheten blir solgt til "de beste" kjøperne, selv om de ikke betaler mest.

Bengt Pettersen overtok driften på bruket i 2003 med opsjon på å kjøpe det. For Steinar Pettersen har det vært viktig å finne en kjøper som vil overta hele anlegget og å videreføre driften. Alternativet hadde vært å selge ulike deler til ulike aktører, med den konsekvensen at fiskebruket ble nedlagt.

## Litteraturliste

- Ágústsson B., Bent Dreyer (1994). *Skalatlpasning i fiskeindustri*. Oppdragsrapport, Fiskeriforskning, 15.09
- Anthony, Robert N., Vivay Govindarajan (1998). *Management control systems*. Boston, Irwin McGraw – Hill.
- Bøhren, Øyvind, Per Ivar Gjørum (1999). *Prosjektanalyse*. Oslo, Skarvet Forlag
- Boye, Knut, Christine B. Meyer (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo, Cappelen Akademiske Forlag
- Barney, Jay B. (2001) *Gaining and sustaining Competitive advantage second edition*. Prentice Hall
- Copeland, Tom, Tim Koller, Jack Murrin (2000). *Valuation, Third edition*. Mckinsey & company Inc
- Dagens Næringsliv. Lastet ned 28. februar 2005. fra <http://www.dn.no>
- Dahl, Gunnar, Terje Hansen, Roar Hoff, Arne Kinserdal (1997) *Verdsettelse i Teori og praksis*. Oslo, Cappelen Akademiske forlag
- Dun & Bradstreet. (2004). *Firmafakta*. Oslo
- Eksportutvalget for fisk (2005). *Norsk sjømatnæring 2004*.
- FAO. (2004). *Overview of fish production, utilization, consumption and trade*. Fishery information, Data and Statistics unit.
- FAO. *World's agriculture: towards 2015/2030*. Lastet ned 15. mars 2005, fra <http://www.fao.org>.
- FAO. Fishery statistic. Lastet ned 15. mars 2005, fra <http://www.fao.org>
- Fiskeridepartementet. (2003). *Nøkkeltall – fiskeri og havbruk 2003*.
- Fiskeridirektoratet (2005). Statistikk, fiskermantall. Lastet ned 15. mars 2005, fra <http://www.fiskeridir.no>
- Fredheim, D. R. (2003). Domstein ASA – *En økonomisk verdsettelse med basis i markedsutvikling*. Fiskerikandidatoppgave. Tromsø, Norges fiskerihøgskole, 83 s.
- Fremnesvik, S. (2003, 18. oktober). Overlater veldrevet bruk til yngre krefter. *Nordlys*.
- Frøystein Gjesdal, Thore Johnsen (1999) *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo, Cappelen Akademiske Forlag
- Havforskningsinstituttet. (2004). *Havbruksrapport 2004. Sammendrag*. Bergen

Håberg, Geir Even (2003). *Lerøy Seafood Group ASA – Verdivurdering med basis i markedsutvikling*. Tromsø, Norges fiskerihøgskole

Kotler, Philip (2000) *Marketing management*. Upper Saddle River, Prentice Hall internationale, Inc.

Kvartalsoppdatering næringsseidom 2. (2004). Markedsrapport. Lastet ned 01. mars 2005, fra <http://www.nnm.no>

Mikkelsen, Geir I. (1999). *Småskaladrift og lønnsomhet en prosjektanalyse*. Hovedoppgave. Tromsø, Norges Fiskerihøgskole.

Norges Fiskarlag, Fiskeri – og Havbruksnæringens Landsforening (FHL) og Fiskeri – og kystdepartementet. (2004). *Hva du bør vite om norsk fiskerinæring*. Oslo / Trondheim juli 2004

Oslo Børs. Lastet ned 14. januar 2005, fra <http://www.ose.no>

Porter, Michael E. (1985). *Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance*. USA, The Free Press

Statistisk sentralbyrå. *Eksporstatistikk for norsk sjømat*. Lastet ned 15. mars, 2005, fra <http://www.ssb.no>

Tellefsen, Jan T., John C. Langli (2000) *Årsregnskapet*. Oslo, Universitetsforlaget

Tromsø kommune (u. å). Prosjektnotat. Kvaløyvågen kystutviklingscenter.

Verdensbankene. *Global Economic Prospects*. Lastet ned 15. mars 2005, fra <http://www.worldbank.org/abcde> - europe

Vollen, J. (2004). *Verditakst over eiendommen*. ABC eiendomstaksering, Tromsø



## Appendiks 1

### Økonomisammendrag

#### Resultat

Regnskapsår	2003	2002	2001	2000	1999
TOTALE INNTEKTER	29 723	77 892	144 341	81 262	114 406
Varekostnad	22 290	69 229	112 537	75 739	105 356
Lønnskostnader	2 816	2 327	2 553	2 001	2 415
Avskrivninger	774	405	329	252	400
Annen driftskostnad	2 504	5 795	24 252	807	2 137
DRIFTSRESULTAT	2 828	155	3 751	80 178	4 098
Ordinært resultat før skattekostnad	2 861	426	4 129	1 347	4 767
Sum skatt	798	124	1 151	373	1 224
ÅRSRESULTAT	2 062	302	2 978	974	3 543

#### Eiendeler

Regnskapsår	2003	2002	2001	2000	1999
ANLEGGSMIDLER	10 070	7 086	3 572	2 942	2 773
Immaterielle eiendeler	49	50	22	603	0
Varige driftsmidler	6 579	3 306	2 447		1 941
Finansielle anleggsmidler	3 443	3 730	1 103		832
OMLØPSMIDLER	8 725	9 606	16 187	8 182	10 713
Varer	2 945	1 051	1 065	1 891	381
Fordringer	2 232	1 905	9 837	4 715	5 461
Bankinnskudd, kontanter og lignende	3 547	6 650	4 971	1 263	4 871
SUM EIENDELER	18 795	16 692	19 759	11 124	13 486

#### Gjeld / Egenkapital

Regnskapsår	2003	2002	2001	2000	1999
EGENKAPITAL	11 197	9 130	8 922	8 944	7 970
Selskapskapital	100	100	100	100	100
LANGSIKTIG GJELD	6 000	6 000	0	2	0
KORTSIKTIG GJELD	1 603	1 562	10 837	2 178	5 516
Levrandørgjeld	250	946	6 176	772	3 716
Skyldig offentlige avgifter	186	155	150	378	84
GJELD OG EGENKAPITAL	18 795	16 692	19 759	11 124	13 486



## Økonomi oppstilling

### Resultatoppstilling

<b>Regnskapsår</b>	2003	2002	2001	2000	1999
Totale inntekter	29 723	77892	144341	81262	114406
Salgsinntekt	29 360	77721	143997	81032	
Annen driftsinntekt	363	171	344	230	
Varekostnad	22 290	69229	112537	75739	105356
Beholdningendringer	- 1 489	-19	919	- 1379	0
Lønnskostnader	2 816	2327	2553	2001	2415
Avskrivninger	774	405	329	253	400
Annen driftskostnad	2 504	5795	24252	3564	2 1370
<b>Driftsresultat</b>	<b>2 828</b>	<b>155</b>	<b>3751</b>	<b>1084</b>	<b>4 098</b>
Annen renteinntekt	240	346	373	288	412
Annen finansinntekt	2	46	8	6	282
Nedskrivning finansielle anleggsmidler	0	100	0	0	0
Annen rentekostnad	8	21	3	9	9
Annen finanskostnad	200	0	0	22	15
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>2 861</b>	<b>426</b>	<b>4129</b>	<b>1347</b>	<b>4767</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	798	124	1151	373	1224
<b>Ordinært resultat</b>	<b>2 062</b>	<b>302</b>	<b>2978</b>	<b>974</b>	<b>3543</b>
<b>Årsresultat</b>	<b>2 062</b>	<b>302</b>	<b>2978</b>	<b>974</b>	<b>3543</b>
Utbytte	0	0	3000	0	300
Overført annen egenkapital	2 062	302	-22	974	

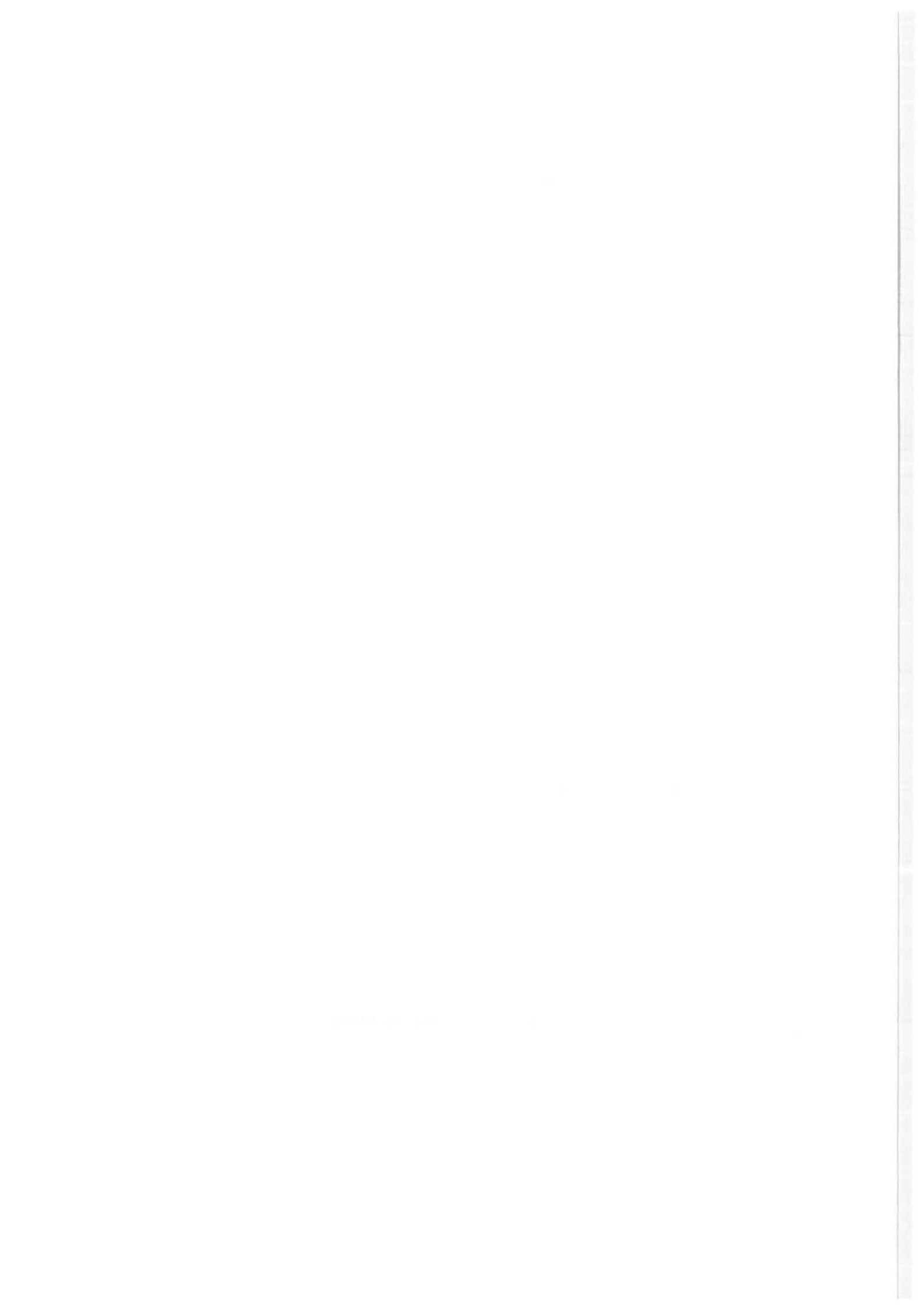


## Eiendeler

Regnskapsår	2003	2002	2001	2000	1999
<b>ANLEGGSMIDLER</b>	10070	7086	3572	2942	2773
<b>Immaterielle eiendeler</b>	49	50	22	0	0
Utsatt skattefordel	49	50	22	0	0
<b>Varige driftsmidler</b>	6579	3306	2447	1827	1941
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	5300	1929	871	603	599
Driftsløsøre, inventar, verktøy etc.	1278	1377	1576	1224	1342
<b>Finansielle anleggsmidler</b>	3443	3730	1103	1115	832
Investering i aksjer og andeler	452	441	541	481	481
Obligasjoner og andre fordringer	2991	3289	562	634	351
<b>OMLØPSMIDLER</b>	8725	9606	16187	8182	10713
Varer	2945	1051	1065	1891	381
<b>Fordringer</b>	2232	1905	9837	4714	4175
Kundefordringer	1683	1460	5413	4047	4138
Andre fordringer	549	445	4424	668	37
<b>Investeringer</b>	0	0	313	313	1286
Markedsbaserte aksjer	0	0	313	313	1286
<b>Bankinnskudd, kontanter og lignende</b>	3547	6650	4972	1263	4871
<b>Andre omløpsmidler</b>	1	0	0	06	0
<b>SUM EIENDELER</b>	18795	16692	19759	11124	1348

## Egenkapital / Gjeld

Regnskapsår	2003	2002	2001	2000	1999
<b>EGENKAPITAL</b>	11192	9130	8922	8944	7970
<b>Inskutt egenkapital</b>	100	100	100	100	100
Selskapskapital	100	100	100	100	100
<b>Opptjent egenkapital</b>	11092	9030	8822	8844	7870
Annen egenkapital	11092	9030	8822	8844	7870
<b>GJELD</b>	7603	7562	10837	2180	5516
<b>Langsiktig gjeld</b>	6000	6000	0	2	0
Utsatt skatt	0	0	0	2	0
Annen langsiktig gjeld	6000	6000	0	0	0
<b>Kortsiktig gjeld</b>	1603	1562	10837	2178	5516
Gjeld til kredittinstitusjoner	0	0		410	0
Levrandørgjeld	250	946	6176	772	3717
Betalbar skatt	797	152	1177	368	1224
Skyldig offentlige avgifter	186	155	150	379	1224
Utbytte	0	0	3000	0	300
Annen kortsiktig gjeld	370	309	334	249	192
<b>Gjeld og egenkapital</b>	18795	16692	19759	11124	13486



## Appendiks II

Revisjonsfirma

**Røger, Coucheron & Co. AS**

Org.nr. / Revisornr.: 981 389 077

Apotekergården  
Postboks 119  
8458 STOKMARKNES  
Telefon: 76 15 14 44  
Telefaks: 76 15 24 86  
E-post: revisoren@c2i.net

Bankkonto: 4570 11 49045

Til generalforsamlingen i  
JOH. H. PETERSEN AS

### REVISJONSBERETNING FOR 2003

Vi har revidert årsregnskapet for JOH. H. PETERSEN AS for regnskapsåret 2003, som viser et overskudd på kr 2 062 188. Vi har også revidert opplysningene i årsberetningen om forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til anvendelse av overskuddet. Årsregnskapet består av resultatregnskap, balanse og noteplysninger. Årsregnskapet og årsberetningen er avgitt av selskapets styre og daglige leder. Vår oppgave er å uttale oss om årsregnskapet og øvrige forhold i henhold til revisorlovens krav.

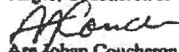
Vi har utført revisjonen i samsvar med revisorloven og god revisjonsskikk i Norge. God revisjonsskikk krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjonen omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjon om årsregnskapet, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimater, samt vurdering av innholdet i og presentasjon av årsregnskapet. I den grad det følger av god revisjonsskikk, omfatter revisjonen også en gjennomgåelse av selskapets formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontrollsystemer. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- årsregnskapet er avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et uttrykk for selskapets økonomiske stilling pr. 31. desember 2003 og for resultatet i regnskapsåret i overensstemmelse med god regnskapskikk i Norge.
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god regnskapskikk i Norge.
- opplysningene i årsberetningen om forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til anvendelse av overskuddet er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

Stokmarknes, 18. juni 2004

Røger, Coucheron & Co. AS

  
Are Johan Coucheron  
registrert revisor

Ansvarlig revisor

Registrert revisor Are Johan Coucheron  
Telefon privat 76 12 36 85

Medlem av Den norske Revisorforening





## Appendiks III

### Joh. H. Pettersen AS Noter til regnskapet 2003

#### Regnskapsprinsipper

Årsregnskapet er satt opp i samsvar med regnskapsloven og god regnskapseskikk for små foretak.

##### Salgsinntekter

Inntektsføring ved salg av varer skjer på leveringstidspunktet. Tjenester inntektsføres etter hvert som de leveres.

##### Klassifisering og vurdering av balanseposter

Omløpsmidler og kortsiktig gjeld omfatter poster som knytter seg til varekretsløpet. For andre poster enn kundefordringer omfattes poster som forfaller til betaling innen ett år etter transaksjonsdagen. Anleggsmidler er eiendeler bestemt til varig eie og bruk. Langsiktig gjeld er gjeld som forfaller senere enn ett år etter transaksjonsdagen.

Omløpsmidler vurderes til laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi. Kortsiktig gjeld balanseføres til nominelt beløp på etableringstidspunktet.

Anleggsmidler vurderes til anskaffelseskost. Varige anleggsmidler avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan. Anleggsmidlene nedskrives til virkelig verdi ved verdifall som ikke forventes å være forbigående. Langsiktig gjeld med unntak av andre avsetninger balanseføres til nominelt beløp på etableringstidspunktet.

##### Fordringer

Kundefordringer og andre fordringer er oppført i balansen til pålydende etter fradrag for avsetning til forventet tap. Avsetning til tap gjøres på grunnlag av individuelle vurderinger av de enkelte fordringene. I tillegg gjøres det for øvrige kundefordringer en uspesifisert avsetning for å dekke antatt tap.

##### Varebeholdninger

Lager av innkjøpte varer er verdsatt til laveste av anskaffelseskost etter FIFO- prinsippet og virkelig verdi. Egentilvirkede ferdigvarer og varer under tilvirkning er vurdert til variabel tilvirkningskost. Det foretas nedskrivning for påregnelig ukurans.

##### Varige driftsmidler

Varige driftsmidler balanseføres og avskrives over driftsmidlenes levetid dersom de har antatt levetid over 3 år og har en kostpris som overstiger kr 15.000. Direkte vedlikehold av driftsmidler kostnedsføres løpende under driftskostnader, mens påkostninger eller forbedringer tillegges driftsmidlets kostpris og avskrives i takt med driftsmidlet.

##### Skatt

Skattekostnaden i resultatregnskapet omfatter både periodens betalbare skatt og endring i utsatt skatt. Utsatt skatt er beregnet med 28% på grunnlag av de midlertidige forskjeller som eksisterer mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier, samt ligningsmessig underskudd til fremføring ved utgangen av regnskapsåret. Skatteøkende og skattereduserende midlertidige forskjeller som reverserer eller kan reversere i samme periode er utlignet og skattevirkningen er beregnet på nettoppgrunnlaget.



