



Handelshøgskolen ved UiT

Fartøy eller kvoter: Hva skaper verdi?

En flermetodisk verdsettelsesanalyse ved salg av et unotert selskap innenfor fiskerinæringen

Martin Andreas Wisth og Vegard Sivertsen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon, BED-3901, juni 2023

Forord

Vår masteroppgave er utarbeidet som et avsluttende arbeid i forbindelse vår toårige mastergrad innenfor studieretningen økonomi- og administrasjon, med fordypning innen *økonomisk styring*. Mastergraden er tatt ved Handelshøgskolen, Universitetet i Tromsø – Norges arktiske Universitet (UiT). Oppgaven er skrevet våren 2023.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, professor emeritus Terje Vassdal, for interessante samtaler og gode innspill gjennom hele skriveperioden. Hans brede kompetansefelt innen økonomi og spesielt verdsettelsesteori, samt fiskeri, har gitt oss idéer som er nyttet i utformingen av masteroppgaven.

Stolt og takknemlig er beskrivende ord for hva vi føler om å ha fått lov å fullføre mastergraden på UiT. Det rettes takk til Handelshøgskolen for tilrettelegging og kompetent læringsmiljø. Spesielt stor takk rettes til medstudenter som har sørget for et rivende godt studiemiljø, og ikke minst alle sosiale påfunn.

Martin Andreas Wisth & Vegard Sivertsen

Tromsø, 31. mai 2023

Sammendrag

Studien er en case-studie som retter oppmerksomheten mot salget av rederiet Regina Fisk AS, et unotert selskap innen pelagisk fiskerinæring og ringnotgruppen. Salgssummen oppgis å være 478 millioner kroner for selskapet som i 2021 hadde et årsresultat på 8,9 millioner kroner. Av den grunn er det ønskelig å studere hvilke faktorer som driver verdsettingen av Regina Fisk AS, og har muliggjort et salg 54 ganger høyere enn siste regnskaps årsresultat.

Forskningsarbeidet i studien baserer seg på kvantitativ analyse ved bruk av metodene «Capital Cash Flow», «Free Cash Flow», «Residual Income» og «Discounted Cash Flow». I tillegg til de kvantitative analysemetodene utføres en bransjeanalyse. Data som benyttes i studien er hentet fra Regina Fisk AS' årsregnskap i analyseperioden 1998-2021, samt en lønnsomhetsundersøkelse for fiskeflåten, utarbeidet av Fiskeridirektoratet. Microsoft Excel er benyttet til utførelse av analyser. I studiet rettes det fokus mot lover og reguleringer som har betydning for verdsetting av selskapet, eller praktisk betydning for utførelse av verdsettelsesanalysene. Delkapittel om lønnsomhetsteori er inkludert for å gi en helhetlig økonomisk teoriforståelse av begreper og nøkkeltall som er relevante for studien.

Funnene i studien tilsier at tradisjonell regnskapsbasert verdsetting av fiskefartøy med tilhørende kvoter *kan* rettferdiggjøre fartøyets markedspris, under visse forutsetninger. Det konkluderes også med funn som: (1) Lønnsomhet er viktig for verdsetting da resultat og rentabilitet er drivere i analysemetodene. Det må likevel også ses til andre faktorer da salgssum er så forholdsmessig mye større enn selskapets resultat. (2) Selskapet hadde ikke økt sin verdi gjennom å fortsette drift etter 2021 fremfor å selge. De økonomiske forutsetningene tilsier at kalkulert selskapsverdi hadde blitt betydelig lavere enn ved salg. Foretatt scenarioanalyse gir urealistiske økonomiske forutsetninger. (3) Lover og reguleringer har påvirkning for verdsetting. De ulike lovene og reguleringene setter spilleregler for bransjen, og kan påvirke i både positiv og negativ retning. Forventninger rundt regulering av strukturgevinstfordeling bidrar også til verdsettingen. (4) Reell markedsverdi påvirker makroøkonomiske forhold. «Skjulte» verdier som ikke fremkommer i regnskapet kunne bidratt til ekstra skatteinntekt til staten, men inkluderes ikke i skattebasen ved dagens regler. Investorer kan også dreie investeringer mot unoterte selskaper kontra børsnoterte for å redusere sitt skattetrykk.

Nøkkelord: *Lønnsomhet, selskapsverdi, ringnot, kontantstrøm, superprofitt, verdsettelse*

Innholdsfortegnelse

1	Introduksjon	1
1.1	Formål og problemstilling	2
1.2	Kort om norsk fiskerinæring og ringnotflåten.....	3
2	Lovgivning	5
2.1	Lover og reguleringer innen fiskeri.....	5
2.1.1	Havressurs- og deltakerloven	5
2.1.2	Kvoteregulering.....	6
2.1.3	Strukturvoteordningen.....	7
2.1.4	Strukturgevinst	8
2.2	Finansiell lovgivning.....	12
2.2.1	Regnskapslovgivning	12
2.2.2	Formuesbeskatning.....	13
3	Lønnsomhetsteori og nøkkeltall	15
3.1	Overkapasitet.....	15
3.2	Alternativkostnad	16
3.3	Resultat.....	17
3.4	Kapitalstruktur.....	18
3.5	Rentabilitet	19
3.6	Avkastningskrav	20
3.7	Vekst.....	25
3.7.1	Makroøkonomiske vekstforhold	25
3.7.2	Mikroøkonomiske vekst- og verdiskapende forhold.....	27
4	Data og metode.....	30
4.1	Data og tilnærming.....	30
4.2	Avgrensninger og forutsetninger.....	31
4.3	Analyseforberedelser.....	33
4.3.1	Reorganisering av regnskapet	37
4.3.2	WACC og kostnad for aktiva	42
4.4	Kvantitative metoder	46
4.4.1	Free Cash Flow.....	46
4.4.2	Capital Cash Flow	47
4.4.3	Residual Income	49
4.4.4	Sammenheng	50
4.4.5	Discounted Cash Flow	53
5	Analyse.....	56

5.1	Bransjesnitt.....	56
5.2	Utbytte.....	65
5.3	Superprofitt.....	66
5.4	Kontantstrømanalyse.....	69
5.5	Enterprise Value.....	70
5.5.1	Historisk utvikling.....	70
5.5.2	Pris/Bok-verdi.....	72
5.5.3	ROIC.....	73
5.5.4	Fremtidig utvikling.....	76
6	Diskusjon av resultater.....	81
6.1	Selskapets verdi.....	81
6.2	Selge eller investere?.....	82
6.3	Makroøkonomiske påvirkninger.....	84
6.4	Makroøkonomiske ringvirkninger.....	85
7	Konklusjon.....	86
8	Videre forskning.....	88
	Referanseliste.....	89
	Vedlegg.....	94

Figurliste

Figur 1 Totale inntekter og fangstvolum av pelagisk art fanget av den norske ringnotflåten....	4
Figur 2 Fordeling av kvote på hovedtillatelse og strukturvote innenfor ringnotgruppen.	9
Figur 3 Utvikling i antall fartøy og driftsdøgn for den norske ringnotflåten.	16
Figur 4 Generiske renter for statslån for 3,5 og 10 års statsobligasjoner.	24
Figur 5 Driftsinntekter for Regina Fisk AS og bransjesnittet for ringnotflåten.	58
Figur 6 Driftsresultat for Regina Fisk AS og bransjesnittet for ringnotflåten.	59
Figur 7 Driftsmarginen for Regina Fisk AS og bransjesnittet for ringnotflåten.	60
Figur 8 Bokført verdi av fisketillatelse for Regina Fisk AS og ringnotflåten.	61
Figur 9 Fiskefartøy balanseverdi for Regina Fisk AS og ringnotflåten.	63
Figur 10 Kapitalstruktur for Regina Fisk AS og bransjesnittet for ringnotflåten.	64
Figur 11 Totalkapital Regina Fisk AS og bransjesnittet for den ringnotflåten.	64
Figur 12 Regina Fisk AS utbyttehistorikk.....	65
Figur 13 Regina Fisk AS Residual Income sammenlignet med nåverdi av Residual Income.	67
Figur 14 Regina Fisk AS akkumulert Residual Income.....	68
Figur 15 Regina Fisk AS dekomponert Enterprise Value.....	71
Figur 16 Regina Fisk AS pris/bok-verdi.	72

Tabelliste

Tabell 1 Utløpsdato på strukturkvote innenfor ringnotgruppen.....	8
Tabell 2 Regina Fisk AS resultatregnskap fra 1998 til 2009.	34
Tabell 3 Regina Fisk AS resultatregnskap fra 2010 til 2021.	34
Tabell 4 Regina Fisk AS balanseregnskap fra 1998 til 2009.	35
Tabell 5 Regina Fisk AS balanseregnskap fra 2010 til 2021.	36
Tabell 6 Regina Fisk AS omorganisert resultat- og balanseregnskap fra 1998 til 2009.....	38
Tabell 7 Regina Fisk AS omorganisert resultat- og balanseregnskap fra 2010 til 2021.....	39
Tabell 8 Beregningen av Regina Fisk AS WACC fra 1998 til 2009.	44
Tabell 9 Beregningen av Regina Fisk AS WACC fra 2010 til 2021.	44
Tabell 10 Regina Fisk AS Free Cash Flow og Capital Cash Flow.	69
Tabell 11 Regina Fisk AS omgruppert balanseregnskap med goodwill fra 1998 til 2009.	74
Tabell 12 Regina Fisk AS omgruppert balanseregnskap med goodwill fra 2010 til 2021	74
Tabell 13 Regina Fisk AS beregning ROIC.....	75
Tabell 14 Regina Fisk AS Discounted Cash Flow.....	77

1 Introduksjon

Selskapet Regina Fisk AS ble i 2022 kjøpt av Norderveg AS og salgssummen er oppgitt å være 478 millioner kroner (Engø, 2022), heretter forkortet til MNOK. Årsregnskapet for Regina Fisk AS i år 2021 opplyser om et resultat på 8,9 MNOK. Fartøyet deres *Frantsen Junior* hadde i samme år 191. høyeste fangstverdi av norsk fiskeflåte, med en verdi på 32,4 MNOK (NorskFisk, 2022). Fartøyet ble i forbindelse med kjøpet omdøpt til *Slottstein*.

Vi ønsker i vår studie å undersøke nærmere hvordan fiskefartøy og tilhørende grunn- og strukturkvoter verdsettes, og om markedspris ved salg kan beregnes ved tradisjonell regnskapsanalyse. Bauman (2014) viser i sin artikkel til forskning utført av Feltham og Ohlson (1995), hvilket påviser at regnskapsanalyse har en direkte påvirkning på verdsetting og dermed bør inngå i verdsettingsanalysen. Tema er valgt på bakgrunn av den generelle oppmerksomheten som bør rettes grunnet omfanget av fiskerinæringen og størrelsen av de inntekter som skapes. For 2021 var fisk den tredje største norske eksportvaren, kun slått av råolje og naturgass (Statistisk sentralbyrå, 2022). Gjennom vår studie ønsker vi også å belyse implikasjoner med regnskapene til foretaket, blant annet ved å benytte seg av regnskapsregler for små foretak – NRS 8. Særlig fokus rettes mot svakhetene som forekommer mot slutten av virksomhetens levetid, hvor regnskapene kan opptre misvisende. Kvoteordningen vil være et nøkkelmoment, da vår antagelse er at det har stor betydning for markedsprisingen. Særlig grunnkvoter antas å ha betydelige skjulte verdier som ikke fremkommer i rederienes regnskaper.

Strukturkvoteordningen, hvor kvoter kan omfordes på andre fartøy ved at opprinnelig fartøy meldes ut av fartøyregisteret, er interessant for prisbestemmelsen da det ikke bare er å direkte omsette kvoter. I andre land fører de derimot handel på børslignende plattformer (Nofima, 2022). Myndighetene må godkjenne ordninger og betingelser må være oppfylt, i henhold til vedtatte reguleringer og eierkonsentrasjonsregler. Lover og reguleringer kan dermed være en prisdriver da kjøper ikke bare kan benytte et fritt marked, eksempelvis en børs, for å handle kvoter til sitt fartøy. Kvotene må passe med de juridiske reguleringer rundt hvor mange kvotefaktorer som er tillatt på et spesifikt fartøy, hvilket avgjøres av tekniske spesifikasjoner i tillegg til allerede eide kvoter.

Den pågående høringen om fordeling av strukturgevinst, fordeling av strukturkvoter etter utløp, er en annen faktor som må betraktes i henhold til verdsetting av fartøy med tilhørende kvoter. Konklusjonen rundt hvordan fordelingen skal skje, kan ha betydning for investerings- og struktureringstakten i ringnotflåten i tiden fremover. Strukturering kan være avgjørende for verdiutvikling til et selskap i ringnotflåten. Strukturkvoter utgjør allerede en relativt stor andel av det totale kvotegrunnet, men strukturgevinst har ikke vært særlig problematisert før de senere år, som skyldes at utløp av tidsbegrensning for de første strukturkvotene i 2026 nærmer seg.

Studiet er utformet som en case-studie. Caset omhandler salget nevnt innledningsvis av rederiet Regina Fisk AS, med tilhørende fartøy, *Frantsen Junior*. Fartøyet ble bygget i 1966, og i 1980 ble det utført omfattende ombygging før det deretter ble kjøpt av Regina Fisk AS påfølgende år (Engø, 2022). Fartøyet er 54,27 meter langt og 8,53 meter bredt. Med på kjøpet fulgte kvoter på NVG-sild, kort for *norsk vårgytende sild*, Nordsjøsild, makrell og lodde. Fartøyet hadde rettigheter bestående av ringnot over 90 fot med kvote 364 basistonn og en strukturkvote ringnot over 90 fot med kvote 50 basistonn, samt en snøkrabbetillatelse. I 2022 sørget rettighetene for at fartøyet hadde kvoter på 1437 tonn lodde ved Grønland, Island og Jan Mayen, 290 tonn lodde i Barentshavet, 2004 tonn makrell, 2236 tonn NVG-sild, 1027 tonn Nordsjøsild og 244 tonn Nordsjøsild i britisk sektor.

1.1 Formål og problemstilling

Årsaken som gjør caset interessant er den høye prisen for fartøyet kontra historisk omsetning, resultat og bokført verdi. På bakgrunn av faktorene ønsker vi å undersøke hva som driver markedsprisingen. I tillegg ønsker vi å undersøke hvor verdiene i selskapet stammer fra. Eksempelvis hvor mye av selskapets verdi som tillegges fartøyet, og hvor mye som tillegges grunnkvotene. Ved å benytte teori og data, vil vi gjøre beregninger som kan støtte opp under og gi forklaring til en slik pris ved salg av fartøy. Vi har utarbeidet følgende problemstilling:

Kan tradisjonell regnskapsbasert verdsetting av fiskefartøy med tilhørende kvoter rettferdiggjøre fartøyets markedspris?

Problemstillingen oppsummerer hva vi ønsker å undersøke og finne svar på gjennom vår forskning, og har sin faglige forankring i lønnsomhet- og verdsettelsesanalyse. I tillegg vil det

behøves å knytte relevant lovgivning og reguleringer opp mot våre data, for å kunne besvare problemstillingen på en tilfredsstillende måte. Vi har valgt å utarbeide fire konkrete forskningsspørsmål for å synliggjøre spørsmål vi oppfatter som sentrale, og drøfte disse. Da forskningsspørsmålene er utarbeidet for å besvare problemstillingen, anses de som komponenter som sammen utgjør et helhetlig og godt svar. Forskningsspørsmålene er som følger:

1. *I hvilken grad er lønnsomhet viktig for verdsetting?*
2. *Kunne selskapet økt verdi gjennom fortsatt drift etter 2021?*
3. *Hvilken påvirkning har lover og reguleringer for verdsetting?*
4. *Hvilken påvirkning har selskapets reelle markedsverdi?*

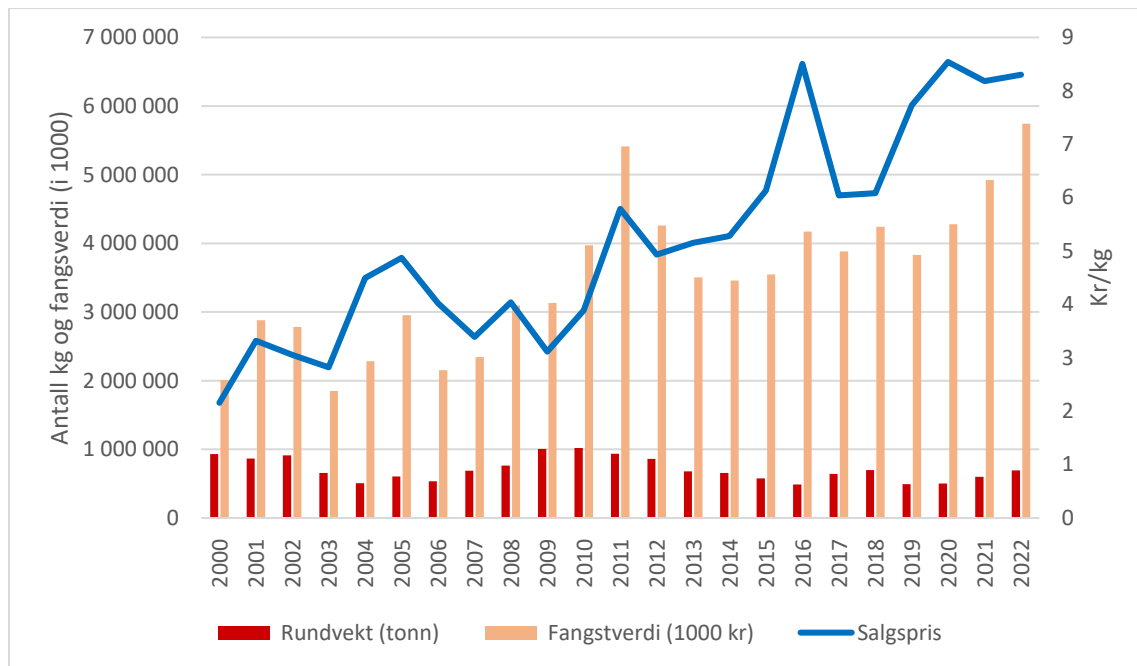
I studien vil vi konsentrere oss om ringnotflåten og fisket som foregår innenfor fartøygruppen. Av den grunn redegjøres det kun helt kort innledningsvis om norsk fiskerinæring. Regnskapsanalysen avgrenses til å omhandle Regina Fisk AS, og rederiets regnskaper i perioden 1998-2021. Avgrensning gjøres i tråd med studiets utforming som case-studie. Data er innhentet for å utføre diverse verdsetningsanalyser og bransjeanalyse, for derved å kunne belyse forskjellen mellom selskapets bokførte verdi og markedsverdi.

1.2 Kort om norsk fiskerinæring og ringnotflåten

Eksportverdien av norsk sjømat har økt de siste årene og var på totalt 151 400 MNOK i 2022, hvor 40 100 MNOK var fra fiskerinæringen, og resterende fra havbruksnæringen (Norges Sjømatråd, u.å). Pelagiske fartøy fisker i all hovedsak etter fiskeslagene sild, makrell, tobis, øyepål, kolmule, lodde og brisling. Torskefiske har fortsatt størst andel av total norsk fiskeris eksportverdi på 12 200 MNOK i 2022. Pelagisk fiske har en eksportverdi på 11 100 MNOK i 2022, en betydelig større prosentvis øking sammenlignet med tidligere år, og en prosentvis større økning i verdi enn torskefiske. Sild utgjør 38,1 prosent og makrell utgjør 53,1 prosent av total fangstverdi innenfor pelagisk fiske (Norges Sjømatråd, 2021).

Innenfor pelagisk fiske er det flere typer fartøy, og i vår studie fokuseres det på fartøy som fisker med not. Ringnotgruppen består blant annet av ringnotsnurpere over 90 fot, og Regina Fisk AS' fartøy tilhører denne kategorien. Ringnotflåten fisket i 2022 et samlet volum på 836 320 tonn, med en fangstverdi på 6 865 MNOK. Den samlede fangstverdien for hele den norske fiskeflåten er i samme periode 27 244 MNOK, og ringnotflåtens andel er dermed

omtrent 25 prosent av total fangstverdi (Fiskeridirektoratet, 2022a). Fartøygruppen står for 57 prosent av pelagisk fisk som har blitt tatt opp av norske fartøy i perioden 2000-2022. Resterende pelagisk fiske som tas opp med trål står for majoriteten av den øvrige kvoten på omtrent 42,5 prosent (Fiskeridirektoratet, 2022a).



Figur 1 Totale inntekter og fangstvolum av pelagisk art fanget av den norske ringnotflåten. (Fiskeridirektoratet, 2023).

Antall tonn som tas opp med norske fiskefartøy tilhørende ringnotgruppen er relativt stabil i perioden 2000-2022. Fangstverdi fra samme fartøygruppe viser at det er en økning i verdi i tilhørende periode. Som illustrert i Figur 1, har det vært en betydelig økning i kilopris på pelagisk fisk de siste 20 år, hvor prisen har firedoblet seg fra 2 kr/kg til 8 kr/kg. Økt pris fører til økte salgsinntekter, som kan føre til økt lønnsomhet, og utviklingen som synes innenfor pelagisk fiske virker å være positiv for fremtidsutsiktene til næringen. Fangstmengde og prisutvikling for de ulike fiskeslag som tas opp av den pelagiske flåten i perioden 2012 til 2022 kan finnes i vedlegg.

2 Lovgivning

Vår studie omfattes i stor grad av lovgivning, som opptrer bestemmende for hvordan Regina Fisk AS kan drive sin virksomhet. Det anses dermed relevant og nødvendig å presentere de lover og reguleringer som er signifikant for studiet. Kapitlet deles inn i lover og reguleringer innen fiskeri, og finansiell lovgivning.

2.1 Lover og reguleringer innen fiskeri

Fiskerinæringens første ledd, primærnæringen, benytter seg av samfunnets felles marine ressurser, og skaper sin lønnsomhet ved å bruke havets ressurser. Råvarene selges så videre til produsenter, foredles, og omsettes deretter i konsumentmarkeder. Bærekraftig ressursutnyttelse, bransjelønnsomhet, og sosioøkonomi er viktige temaer innenfor bransjen, som enten krever nøyere juridiske reguleringer eller er i søkelyset fordi det debatteres rundt innføring. Slike politiske reguleringer og beslutninger kan ha stor betydning for fremtidsutsiktene til en virksomhet, hvilket igjen kan være en avgjørende faktor for verdsettelsen, i lys av om det vil påvirke lønnsomheten i negativ eller positiv retning. Med hensyn til de muligheter og hindringer lover og reguleringer medfører innen fiskerinæringen, forutsetter vi at det krever et teoretisk bakteppe som omtaler viktige faktorer, for å kunne gjennomføre en grundig og veloverveid verdsettelse.

2.1.1 Havressurs- og deltakerloven

I norsk fiskeriforvaltning er kvoter et viktig virkemiddel for å regulere fiskeindustrien med det hensyn å hindre overbeskatning av ressursene, og sørge for at målsetningen om å maksimere det langsiktige utbyttet av ressursene nås (NOU 2016: 26). Innenfor norsk fiskeri benyttes en kombinasjon av innsats- og uttaksreguleringer, hvilket vil si at det er begrensninger knyttet til hvor mange og hvem som får fiske, i tillegg til hvor mye uttak av fisk som kan gjøres.

Deltakelse foruten åpen gruppe, krever for de fleste fiskerier konsesjon eller deltakeradgang, og er et eksempel på et innsatsregulerende tiltak (NOU 2016: 26). Deltakeradgang er retten til å delta i lukket gruppe. Slike konsesjoner har ingen forhåndsfastsatt tidsbegrensning, men kan tilbakekalles jf. deltakerlovens § 18.

Havressursloven har som formål å sikre en bærekraftig og samfunnsøkonomisk lønnsom forvaltning av de viltlevende marine ressursene, jf. § 1. For å håndheve havressursloven, fastsetter Fiskeridirektoratet nasjonal kvote jf. § 11 første ledd, hvilket er det største tillatte

uttaket av marine ressurser målt i kvantum, individ eller andre innsatsfaktorer. I havressurslovens § 12 redegjøres det for at Fiskeridirektoratet kan fastsette kvoter for enkeltfartøy, og dersom virksomheten er underlagt deltakerloven, kan kvoten bare nyttes ved bruk av fartøy som tilfredsstiller reglene i deltakerloven. Redegjørelsen er fastsatt i deltakerlovens § 4, hvilket omhandler ervervstillatelse. Ervervstillatelse gjelder for ett bestemt fartøy, og det stilles krav for å inneha denne om tidligere aktivitet i fiske eller fangst jf. deltakerlovens § 6. Hovedregelen i § 6 første ledd lyder følgende: «Ervervstillatelse kan bare gis til den som har drevet ervervsmessig fiske eller fangst på eller med norsk fartøy i minst tre av de siste fem årene og fortsatt er knyttet til fiske- og fangstyrket». For selskaper eller sammenslutning fremgår det av § 6 annet ledd at ervervstillatelse kun gis dersom personer som oppfyller kravet i første ledd, innehar mer enn 50 prosent av eierinteressene og faktisk har tilsvarende kontroll over virksomheten.

2.1.2 Kvote regulering

Kvotesystemet ble opprettet for å sikre bærekraften til fiskebestander gjennom å fastsette en totalkvote som angir hvor mye som kan tas opp av hver fiskegruppe årlig. Regulering ved bruk av kvoter angir regler angående hvem som kan fiske, når de kan fiske og hvordan de kan fiske. Totalkvoten blir fordelt på hver enkelt aktør i næringen etter den blir fastsatt. Målene til kvotesystemet er å sørge for å beholde bærekraftige fiskebestander, skape samfunnsøkonomisk lønnsomhet og sørge for sysselsetting og bosetting i kystsamfunnene (Riksrevisjonen, u.å). Kvotesystemet fungerer som et fiskeripolitisk virkemiddel og er under stadig endring for å stimulere til å nå ovennevnte mål.

For ringnotflåten tildeles kvotene som pakker, hvilket gir anledning til å fiske gitte fartøykvoter av nordsjøsil, lodde, makrell og lignende. Slike kvotepakker har vært ansett som positive for ringnotflåten fordi det demper de driftsmessige og økonomiske konsekvensene av eventuelle svingninger i kvote- og bestandsgrunnlaget for enkeltartene (NOU 2016: 26). Kvote taket, den øvre grensen for hvor stor kvote et fartøy kan ha innenfor et fiskeri (Riksrevisjonen, u.å), er for ringnotgruppen 850 basistonn i 2023, etter å ha økt fra 650 basistonn i 2015 (Norges Sildesalgslag, 2015). Ved bruk av basistonn som kvotefaktor angis det hvor stor andel av totalkvoten et fartøy kan fiske (Floberg & Tyssøy, 2016). Faktisk mengde et fartøy kan fiske i tonn for ringnot beregnes ved å multiplisere kvotefaktor og den årlig bestemte kvoteenheten, som settes av Fiskeridirektoratet. Kvote faktorene har derfor ingen bestemt verdi, for eksempel i tonn (Riksrevisjonen, u.å).

2.1.3 Strukturkvoteordningen

Strukturkvoteordningen er en frivillig effektiviseringsordning, med formål om å redusere antall deltakere i fiskeriflåten og dermed tilpasse kapasiteten i flåten til ressursgrunnlaget. Faktisk utførelse skjer ved at ett eller flere fartøy blir meldt ut av fartøyregisteret og kondemnert, og alle deltakeradganger og konsesjoner knyttet til aktuelle fartøy gis avkall på. Dersom vilkårene oppfylles, kan ett eller flere gjenværende fartøy tildeles strukturkvote (NOU 2016: 26). Ordningen har sitt fotfeste i havressurslovens § 14, vedrørende spesielle kvoteordninger. Det fastsettes i paragrafen at Fiskeridirektoratet gjennom forskrift kan tildele høyere kvote for et enkeltfartøy når annet fartøy permanent eller midlertidig tas ut av drift. Kvoteordningen ble etablert den 4. mars 2005 i *Forskrift om strukturkvoteordning mv. for havfiskeflåten* (FOR-2005-03-04-193). Forskriften har fått stor betydning for lønnsomheten på fiskefartøyene. Den tillater å samle flere kvoter på hvert fiskefartøy, og gir dermed mulighet til å utnytte eventuell ledig kapasitet på fartøy.

Det er begrensninger på hvor mange strukturkvoter som kan tildeles hver enkelt fartøygruppe. Begrensningen reguleres av kvotetak som følger den enkelte fartøygruppen. Kvoteetakenes settes av Nærings- og fiskeridepartementet etter behov for å nå effektivitets- og lønnsomhetsmålene (NOU 2016: 26). Etter forskriftens § 9 *Særlige regler for tildeling av strukturkvote til fartøy i ringnotgruppen*, første ledd, skal det ikke tildeles mer enn kvote tilsvarende kvotefaktor på 850 tonn for fiskeslag regulert ved bruk av kvotefaktor, inkludert kvotefaktoren fartøyet har fra før.

Strukturkvotene avkortes med en prosentandel av hva total kvote ville vært hvis den ble omstrukturert i sin helhet. Avkortingene blir fordelt på de andre aktørene i samme fartøygruppe, som strukturegevinst, hvilket forklares nærmere under. Hensikten er å la strukturkvotene komme andre til gode, dempe struktureringen og beholde geografisk spredning (NOU 2016: 26). Etter forskriftens § 9 annet ledd, skal strukturkvoten avkortes med 10 prosent før den fordeles ut på fartøy tilhørende ringnotgruppen. Strukturkvoter som ble innført i 2005 var evigvarende, men med en avkorting på 5-7 prosent. I 2007 ble det avgjort at kvotene skulle ha tidsbegrensning. Etter forskriftens § 7 *Nærmere om grunnlaget for den årlige tildelingen av strukturkvote*, skal strukturkvotene tildeles ett år av gangen og tildeles inntil 20 år. Strukturkvoter som ble tildelt for første gang før 2007 tildeles i 25 år regnet fra og med 2008. Tabell 1 viser fordelingen av strukturkvotefaktorer og utløpsdato per 2023.

Tabell 1 Utløpsdato på strukturvote innenfor ringnotgruppen.

(Fiskeridirektoratet, 2023).

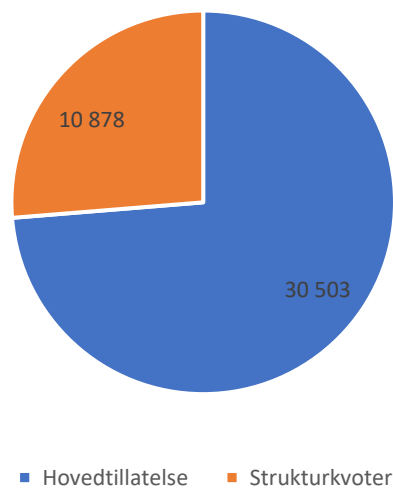
Utløpsdato	Strukturvote (faktorer)
31.12.2026	358
31.12.2027	1 537
31.12.2032	6 083
31.12.2034	392
31.12.2037	486
31.12.2038	1 125
31.12.2040	286
31.12.2041	333
31.12.2042	279
I alt	10 878

2.1.4 Strukturgevinst

I forbindelse med lovgivning som har satt tidsbegrensning for strukturvotene, er det blitt reist spørsmål rundt fordeling av strukturgevinst. Strukturgevinst er et samlebegrep for tre ulike typer økning av enkeltfartøys kvotegrunnlag, gitt strukturering (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022a). Avkorting, som tidligere nevnt, er en form for strukturgevinst. Utgåtte eller uttatte deltakeradganger er en annen form for strukturgevinst, og kan forekomme ved eksempelvis forlis eller aldersproblematikk. Den siste form for strukturgevinst er ved utløpt tidsbegrensning på strukturvoter, som tidligere nevnt. Ingen strukturvoter har utløpt per 2023, men det begynner å nærme seg for mange. Hvordan strukturgevinsten skal fordeles, er oppe til høring, og ikke enda bestemt. I høringsnotatet fra Nærings- og fiskeridepartementet, datert 7. oktober 2022 vedrørende problematikken, belyses stortingets føring fra 2020 om fordeling av strukturgevinst fra utløpte strukturvoter. Regjeringen ble da bedt om å sørge for at strukturgevinsten tildeles fartøygruppen fartøyet tilhører ved utløp av tidsbegrensningen for strukturvoter, og fordeles relativt etter grunnkvote. Videre ba de også om at samme føringer skulle gjelde ved strukturgevinst som oppstår grunnet avkorting.

Nærings- og fiskeridepartementet (2022a) illustrerer omfanget av strukturvoter i de norske fiskeriene gjennom sitt høringsnotat, hvor de har inkludert tabeller som viser strukturgrad fordelt på de ulike fartøygruppene. Fartøygruppene er igjen delt etter de ulike artene de fisker, hvor blant annet makrell og NVG-sild fisket av ringnotfartøy er av interesse. For begge artene

er 99 prosent av den totale kvoten tildelt de kvoteregulerte fartøygruppene, og ringnotfartøy innehar henholdsvis 71 prosent av makrell-kvoten, og 49 prosent av NVG-sild-kvoten. Strukturgraden angir andelen av totalt kvotegrunnlag per gruppe som står på strukturkvoter, og dermed fordelingen mellom grunn- og strukturkvoter. Innenfor både makrell og NVG-sild er strukturgraden oppgitt til å være 25,6 prosent for ringnotgruppen, hvilket betyr at én fjerdedel av fartøygruppens totale kvotegrunnlag er strukturkvoter. I 2021 stod NVG-sild for 14 prosent av den totale førstehåndsverdien fra norske fartøy, på om lag 23 100 MNOK. Verdien av NVG-sild var omtrentlig 3 250 MNOK, og ringnotfartøyene stod for halvparten, ca. 1 600 MNOK. Makrell utgjorde 12 prosent av førstehåndsverdien, omtrent 2 800 MNOK, hvor ringnotgruppen har en andel på 71 prosent. Figur 2 viser fordelingen av strukturkvoter og grunnkvoter for ringnotflåten, som andel av totalt kvotegrunnlag.



Figur 2 Fordeling av kvote på hovedtillatelser og strukturkvote innenfor ringnotgruppen. (Fiskeridirektoratet, 2023).

Det er av betydning og behov å avklare strukturgevinstfordelingen for å ivareta fiskerinæringens behov for stabile rammebetingelser (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022b). Endelig redegjøring med henhold til fordeling av strukturgevinst, anses å være relevant for næringens fremtidige utvikling. I høringsnotatet ble det utarbeidet tre modeller for fordeling av strukturkvoter ved utløp av tidsbegrensning. Per mai 2023 er det enda ikke foretatt en beslutning vedrørende valg av modell. Fellesnevneren for alle de tre modellene, er prinsippet om at hele strukturgevinsten skal fordeles tilbake til gjenværende fartøy i flåten. Modellene blir presentert kortfattet i avsnittene under. I etterkant av høringen, har Norges

Fiskarlag lansert et kompromissforslag, kalt *modell X*, som også ble sendt ut på høring (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022c). Modellen presenteres også kortfattet.

Modell 1

Forslaget til modellen stammer fra Stortingets vedtak under behandlingen av kvotemeldingen i mai 2020, hvor de foreslo at all strukturgevinst tilbakeføres til flåten. Fordelingen skulle gjøres etter størrelsen på grunnkvoten til fartøyene, og skulle tilfalle den gruppen fartøyet tilhører ved utløp av tidsbegrensningen. I forslaget vil fordelingen skje etter faktisklengdegrupper i kystflåten, fremfor hjemmelslengdegrupper, og med en sammenslått torsk- og seitrålgruppe, som også er foreslått. Modellen er av liten betydning for ringnotgruppen, da Stortinget la følgende føring: «For ringnotgruppen og pelagisk trål fordeles strukturgevinsten når tidsbegrensningen inntreffer etter dagens gruppetilhørighet» (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022b). Av hensyn til avgrensning av oppgaven og aktualitet i henhold til tema forklares derfor ikke forskjellen mellom faktisklengdegrupper og hjemmelslengdegrupper, da det ikke er av betydning.

Modell 2

Modellforslaget er likt forslaget til modell 1, men skiller seg ut ved at det i denne modellen gjøres en fordeling av strukturgevinst til fartøygruppene slik de var organisert før en eventuell beslutning fra Stortinget. I forslaget vil det med andre ord følge den fordelingen vi har i 2023, hvilket er i hjemmelslengdegrupper i kystflåten og med skilte torsk- og seitrålgrupper. En slik fordeling anses å være mest i overensstemmelse med strukturmeldingen – St. Meld. Nr 21 (2006-2007). De to faktorer som er avgjørende for strukturgevinstfordelingen ved bruk av modellen, er gitt ved antall strukturkvoter som utløper grunnet tidsbegrensning i fartøygruppen, og størrelsen på fartøyets grunnkvote. Struktureringstakten frem mot utløp av tidsbegrensningene bestemmer andelen gjenværende grunnkvotefaktorer strukturgevinsten kan deles på, og er likeså av betydning (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022b).

Modell 3

I det tredje alternativet foreslås det at strukturgevinsten som oppstår ved tidsbegrensningens utløp, skal fordeles på både grunn- og strukturkvoter. Også i denne modellen skal fordelingen skje basert på dagens gruppering av fartøy, på lik linje med modell 2. To ulike metoder kan benyttes for å fordele strukturgevinsten etter prinsippene i modell 3, og resultatet vil være likt i henhold til den faktiske kvotetildelingen. I den ene av de to metodene foretas fordelingen

ved å oppjustere både grunn- og strukturkvoter i fartøygruppen hvis tidsbegrensning utløper etter henholdsvis størrelsen på den/de utløpende strukturkvoten(e). Ved utløp av tidsbegrensning på oppjusterte strukturkvoter, vil da også akkumulert strukturgevinst gjennom utløpt tidsbegrensning og avkorting utløpe. Ved bruk av metoden forblir strukturgevinsten like midlertidig som strukturkvoten den fordeles på. Den andre metoden fungerer ved å slette strukturkvotefaktorer ved tidsbegrensningens utløp, hvilket heller fører til at strukturgevinsten tildeles fartøyene i gruppen gjennom økt kvoteenhet. Altså, vil fartøyene få en økning i tonn per kvotefaktor for alle kvotefaktorene de besitter (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022b).

Da modellen fastslår at strukturgevinsten skal fordeles til både grunn- og strukturkvoter, vil det være usikkerhet knyttet til både hvor mange grunnkvoter som er igjen i fartøygruppen ved utløp av tidsbegrensningen, samt størrelsen på strukturkvotene som skal tildeles på dette tidspunktet. På den annen side vil modellen være forutsigbar i den forstand at antall kvotefaktorer det skal fordeles på, vil være kjent. Modell 3 står i kontrast til de to andre modellene, og skyldes at grunn- og strukturkvoter ikke differensieres ved fordeling. Summen av de er dermed kjent, selv om sammensetningen i stor grad kan variere. Tidsaspektet rundt strukturkvoter vil i modellen være en faktor som kan utnyttes av de enkelte fartøyene for å sikre egen vinning. Grunnen er at strukturgevinsten som fordeles på strukturkvotene, følger de til utløp av tidsbegrensningen. Dermed vil nytildelte strukturkvoter høste frukter av strukturgevinstene over en lengre periode enn eksempelvis 10 år gamle strukturkvoter, da deres utløp er mye nærmere forestående (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022b). Derfor kan modell 3 karakteriseres å være den modellen som fører til at de største aktørene mottar størst gevinst, samtidig som strukturering kan gjennomføres for nettopp å sikre størst mulig strukturgevinst. De økonomiske faktorene som kan påvirkes gjennom modellen, skaper incentiv til en ytterligere strukturering som bør vurderes fiskeripolitisk.

Modell X

Norges Fiskarlags kompromissforslag, kalt modell X, er en hybridløsning mellom modell 2 og modell 3. I modellen som Nærings- og fiskeridepartementet (2022b) hadde ute på høring, skisserer Norges Fiskarlag en ordning hvor fordelingen skal skje på samme måte som de ovennevnte modellene, altså basert på dagens gruppering av fartøy. Deres forslag skiller seg derimot ved at de foreslår at grunnkvoter skal gis full effekt i strukturgevinstfordelingen, mens strukturkvoter kun skal gis halv effekt. Av nytt høringsnotat tolker Nærings- og fiskeridepartementet (2022c) det til at Norges Fiskarlags forslag baserer seg på at

strukturgevinsten ved utløp av tidsbegrensning skal fordeles ved at strukturgevinst per grunnkvotefaktor er dobbelt så stor som per strukturkvotefaktor. Ved å benytte deres tolkning, vil modell X i praksis fungere som en middelvei mellom de som er for modell 2, og de som er for modell 3. Fordeling av strukturgevinst med full effekt på grunnkvoter og halv effekt på strukturkvoter sørger for en jevnere fordeling på fartøyer, uavhengig av strukturgraden for hvert enkelt fartøy. Modellen vil dermed gi et mindre incentiv til strukturering enn modell 3, men likevel trekke i samme retning, og av den grunn behøve vurdering opp mot ønskelig fiskeripolitikk i tiden fremover.

2.2 Finansiell lovgivning

Enkelte lover som ikke er direkte knyttet opp mot fiskerinæringen, er aktuell for verdsettelsen av Regina Fisk AS. Av den grunn inkluderes både regnskapsloven og skatteloven med hensyn på formuesskatt, for å gi et helhetlig bilde av relevante politiske faktorer.

2.2.1 Regnskapslovgivning

Gitt regnskapsloven § 1-2, er alle aksjeselskaper regnskapspliktige, men for foretak som oppfyller enkelte kriterier, kan visse forenklinger gjøres i deres utarbeidelse av årsregnskapet. Kriteriene redegjøres for i regnskapslovens § 1-6 vedrørende små foretak, og er følgende:

1. *Salgsinntekt: 70 millioner kroner*
2. *Balansesum: 35 millioner kroner*
3. *Gjennomsnittlig antall ansatte i regnskapsåret: 50 årsverk*

Dersom foretaket ikke overskrider to av tre kriterier, står det fritt til å benytte de forenklinger som fremkommer i regnskapsstandarden NRS 8 - *God regnskapsskikk for små foretak*.

Forenklingene for små foretak er gjort med det hensyn å redusere deres utgifter til finansiell rapportering. Vurderingen er gjort på bakgrunn av nytteverdien hvor relevant regnskapsinformasjon ses mot de ressurser som kreves ved utarbeidelse av årsregnskapet (NRS 8, 2022). Da det er færre brukergrupper tilknyttet små foretaks regnskaper enn store, kan de enkelte forenklingene gjøres i samsvar med bestemmelsene. Jf. regnskapslovens § 3-1 annet ledd, plikter ikke små foretak å utarbeide årsberetning. I tillegg er små foretak unntatt fra kravet om å utarbeide kontantstrømoppstilling, jf. regnskapsloven § 3-2. Det fremkommer av NRS 8 at notekravene kan forenkles ved at opplysninger kan utelates dersom de ikke er av betydning for å bedømme den regnskapspliktiges resultat og stilling, jf. regnskapslovens § 7-1

og §§ 7-35 til 7-46. Av den grunn er mange av regnskapene utarbeidet etter NRS 8-standarder informasjonsfattige og inneholder minimalt med noter. Regina Fisk AS har utarbeidet sine årsregnskap ved å benytte regler for små foretak, da virksomheten ikke har overskredet 1) eller 3) i løpet av perioden.

Kvote, eller fisketillatelse, blir klassifisert som en immateriell eiendel i balansen. Grunnkvotene anses å være evigvarende (Floberg & Tyssøy, 2016), og ble tildelt fartøyene av myndighetene (Nofima, 2022) da fisket ble regulert. Tildelingen av kvoter foregikk vederlagsfritt, og har dermed sørget for at de ikke har noen regnskapsmessig verdi, da det ikke foreligger anskaffelseskost til å vurdere grunnkvotene, jf. regnskapsloven § 5-3.

2.2.2 Formuesbeskatning

Norge opererer per 2023 med formuesskatt, en skatteordning som ofte er oppe til debatt mellom høyre- og venstresiden i politikken. Jf. skattelovens § 4-1, defineres hovedregel om formue: «Skattepliktig formue fastsettes til omsetningsverdien pr. 1. januar i skattefastsettingsåret av skattyterens eiendeler med økonomisk verdi, med fradrag for gjeld som skattyteren hefter for». Skatteordningen fungerer dermed i korte trekk ved at den fastsettes på bakgrunn av skattesubjektets nettoformue, hvilket igjen benyttes til å fastsette hvor mye som skal betales til stat og kommune.

Ved beregning av skattepliktig nettoformue vil ulike formuesobjekter gi ulik verdsettingsrabatt. Rabatten reduserer formuesverdien til gjeldende objekt med en proSENTSATS som fastsettes årlig. I 2023 er verdsettingsrabatten for blant annet aksjer mv. og driftsmiddel i inntektsgivende aktivitet satt til 20 prosent (Skatteetaten, 2023). Eiendelene som dekkes av sistnevnte er: driftsmidler i næringsvirksomhet, skip og fartøy, kapitalisert festeavgift, rettigheter knyttet til skog og annen formue innenfor inntektsgivende aktivitet. For enkelte eiendeler fører verdsettingsrabatten til en reduksjon i fradrag for gjeld, ved at det reduseres forholdsmessig basert på verdien av eiendelene og samlet formue.

Næringslivets Hovedorganisasjon, NHO, mener formuesskatten bør reduseres, og fjernes på sikt (NHO, u.å). Deres hovedprioritet omhandler arbeidende kapital, og å fjerne den delen av formuesskatt som treffer denne kapitalen. Årsaken til at denne delen av formuesskatten anses som problematisk, er skattetrykket den levner på bedriftseiere i samhandling med inntektsskatten. Ved lav avkastning i næringsvirksomhet, vil effektiv skatt kunne overgå selve

realavkastningen, og dermed være til hinder for videre investeringer. NHO mener at høye skatter kan føre til at investorer og bedriftseiere tar med seg investeringene sine og flytter fra Norge, hvilket igjen medfører tapte skatteinntekter. I tillegg retter de søkelyset mot hvordan ujevnt skattetrykk kan dreie investeringer mot enkelte segmenter. Dette kan gjøres for å unngå å måtte skatte for mye på investeringene i forhold til alternativkostnaden ved å investere i et segment hvor skattetrykket er mer fordelaktig.

Andresen og Bø (2022) ved Statistisk sentralbyrå har på oppdrag fra Finansdepartementet utarbeidet en rapport hvilket tar for seg sentrale momenter og utfordringer ved verdsetting av unoterte selskaper, med hensyn til formuesbeskatning. Unoterte selskaper kalles også ikke-børsnoterte selskaper. Normalt sett er prinsippet for verdifastsettelse av et formuesobjekt at det baseres på dets markedsverdi. Enkelte objekter er derimot vanskelig å verdsette til markedsverdi, da det kan knyttes særlig tvil til om estimatet er pålitelig og godt. Skattemyndighetene løser eksempelvis problemet ved å benytte sjablongverdier for verdsettelse av bolig. Ikke-børsnoterte aksjer berøres også av usikkerheten knyttet opp mot aksjenes markedsverdi, da de ikke omsettes i et fritt børsmarked, slik børsnoterte aksjer gjør. I mange unoterte selskaper omsettes aksjene så sjelden at markedsverdi ikke kan fastsettes, og ved transaksjoner er partene gjerne relaterte. I slike tilfeller med eksempelvis nærstående, må det stilles spørsmål om armlengdeprinsippet er benyttet, og prisene dermed er markedsmessige (KPMG, 2022).

Jf. Skattelovens § 4-12, annet ledd, er følgende formulert: «Ikke-børsnotert aksje verdsettes til 80 prosent av aksjens forholdsmessige andel av aksjeselskapets eller allmennaksjeselskapets samlede skattemessige formuesverdi 1. januar året før skattefastsettingsåret fordelt etter pålydende». Norske skattemyndigheter har dermed valgt å løse utfordringen hva gjelder verdsettelse til markedsverdi, ved å utarbeide ovennevnte bestemmelse i loven som gjelder for unoterte selskap. I realiteten vurderes derfor unoterte selskap til dets bokførte verdi av egenkapital, med unntak for enkelte formuesobjekter eiet av selskap (Andresen & Bø, 2022). At aksjen verdsettes til 80 prosent, og ikke fullpris, skyldes verdsettingsrabatten for aksjer, som for 2023 er 20 prosent. Problemstillingen vedrørende verdsetting av unoterte selskaper i sammenheng med formuesskatt, er hvilken formuesverdi aksjene blir vurdert til etter skattelovens § 4-12. Både Andresen og Bø (2022), Gobel og Hestdal (2015) og Birknes og Liland (2018) viser til resultater av deres arbeid som tilsier at unoterte selskapers reelle verdi er høyere enn bokført verdi.

3 Lønnsomhetsteori og nøkkeltall

Lønnsomhet defineres som en virksomhets evne til å tjene penger på driften. Dette kan måles som avkastning virksomheten sitter igjen med for hver omsatt eller investert krone, og viser dermed hvor effektiv virksomheten er til å skape profitt. Kapitalen som anvendes i bedriften kan brukes i andre næringer og markeder, og alternativkostnaden må dermed hensyntas. Hvis bedriften kan investere kapitalen i andre næringer eller på børs og få bedre avkastning på investert kapital, så er det ikke tvil om at bedriften bør velge å gjøre dette. For å måle hvor stor avkastningen er i sammenheng med investeringen brukes rentabilitetsmål, og disse er sentrale for å kunne utføre en verdsettelse. Rentabilitetsmål og diverse nøkkelfaktorer innen lønnsomhetsanalyse vil derfor bli presentert videre i kapitlet.

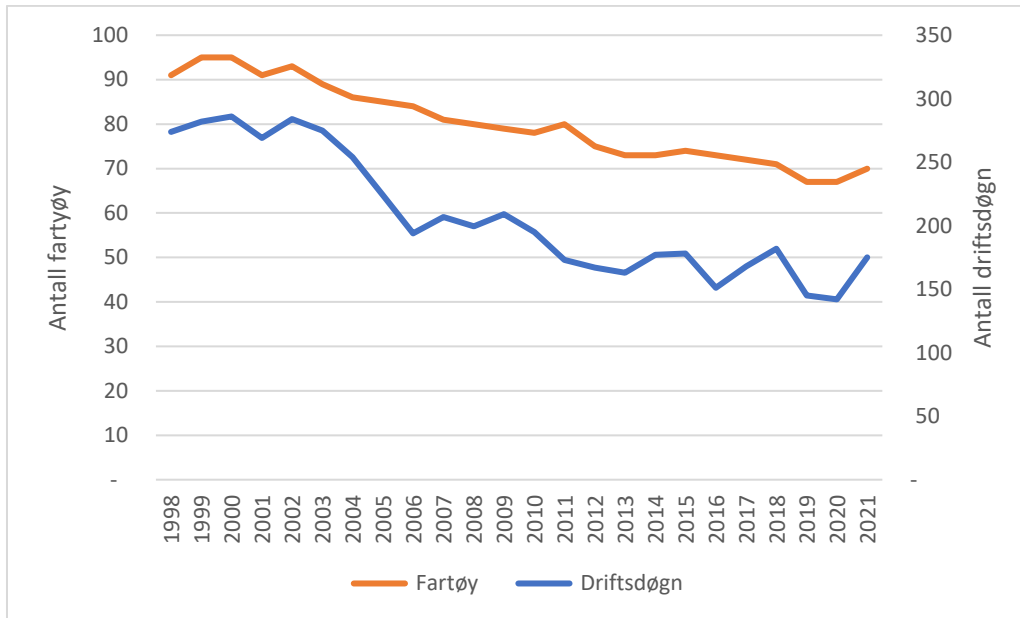
3.1 Overkapasitet

Definisjonen på overkapasitet er en situasjon hvor kapasiteten i virksomheten er større enn den kapasiteten som faktisk benyttes (Pascoe & Gréboval, 2003). Innenfor norsk fiskeri har overkapasitet vært et stort problem for flere av fartøygruppene. Konsekvensen av overkapasitet er at forvaltningen av fiskeriene ikke er bærekraftig ettersom det truer fiskebestandene, lønnsomheten, sysselsettingen og bosettingen langs kysten. Kvotesystemet og strukturkvoter ble innført i norsk fiskeri for å dempe overkapasiteten.

Hvis det er overkapasitet på et fartøy, vil fartøyeier med stor sannsynlighet kunne øke lønnsomheten, ved å benytte ledig kapasitet for å øke produksjonen og dra nytte av skalafordeler ved å fordele faste kostnader på flere enheter. Matematisk kan overkapasitet måles som $1 - CU$ hvor CU er faktisk fangst delt på kapasitet. Kapasitet er maksimal produksjonsmengde der innsatsfaktorene utnyttes fullt ut (NOU 2016: 26). Overkapasitet kan deles inn i langsiktig og kortsiktig, hvor langsiktig er dersom en fullt utnyttet fiskeflåte har for stor kapasitet for å holde bestanden på ønsket nivå. Kortsiktig overkapasitet er dersom flåten har for stor kapasitet i forhold til dagens fangstnivå (NOU 2016: 26).

Strukturkvotene har stor betydning for fiskefartøyenes kapasitetsutnyttelse ved at kvotene kan flyttes mellom fiskefartøyene jf. *Forskrift om strukturkvoteordning mv. for havfiskeflåten*. Forskriften gir dermed muligheter til å benytte ledig kapasitet på fiskefartøyet ettersom fiskefartøyet kan øke produksjonen uten å øke de faste kostnadene betydelig, gjennom strukturering. Ordningen ble innført for å tilpasse kapasiteten i flåten og sørge for bærekraftig

utnyttelse av ressursene i havet. Et hovedmål har vært å redusere antall fartøy for å bedre lønnsomheten for de gjenværende fartøyene slik at næringen kan utvikle seg i takt med andre næringer med tilsvarende konkurransevne og arbeidskraft (NOU 2016: 26).



Figur 3 Utvikling i antall fartøy og driftsdøgn for den norske ringnotflåten. (Fiskeridirektoratet, 2022).

Fiskerinæringen påvirkes av eksterne faktorer som gjør at kvotestrukturen vil kunne forventes å bli endret. Det er de teknologiske faktorene som har størst påvirkning på kapasiteten ettersom moderniseringen og utskiftning av fartøy har ført til at fangsteffektiviteten har økt drastisk. Kvoter og restriksjoner ble innført som følge av den teknologiske effektiviseringen for å redusere antall fiskefartøy (Riksrevisjonen, u.å), og kvotetakene har ført til at antall fartøy i ringnotgruppen er redusert fra 91 registrerte fartøy i 1998 til 70 i 2021. Til tross for færre antall fartøy har antall driftsdøgn blitt redusert fra 274 i 1998, til 175 driftsdøgn i 2021, som illustrert i Figur 3.

3.2 Alternativkostnad

James M. Buchanan (1991) definerer alternativkostnad som «verdien av det beste alternativet som ble valgt bort i et valg av gjensidig utelukkende alternativer». Knapphet er en essensiell faktor i forklaringen av alternativkostnad, da det ved evigvarende ressurser ikke ville vært noe behov for å gjøre et valg, og velge noe bort. Innenfor lønnsomhetsteori argumenteres det ofte for at alternativkostnad skal beregnes som en faktor i økonomiske beslutninger (Friedman &

Neumann, 1980). Ved å benytte normal antakelse fra lønnsomhetsteori om at virksomheten etterstreber en profittmaksimerende atferd, bør dermed alternativkostnader vurderes nøye for å gjøre en vurdering av hvilken investering som vil være mest lukrativ. Det er indikasjoner på at kapital investert i fiskeflåten kan investeres mer effektivt i andre næringer, særlig dersom overkapasitet og høye kvotepriser tas i betraktning (Bertheussen, 2022). Eksemplifisert kan alternativkostnaden ved å kjøpe et rederi, være å investere pengene i børsmarkedet. Begge investeringene vil etter all sannsynlighet generere avkastning, og spørsmålet er dermed hva som vil være mest lønnsomt. Alternativkostnad tas høyde for i verdsettelsesanalysen ved WACC, som hensyntar det gjennom CAPM. Disse vil begge presenteres og forklares senere.

3.3 Resultat

EBIT

Driftsresultat, også kalt EBIT, «Earnings Before Interest and Taxes», er et velbrukt nøkkeltall i lønnsomhetsanalyse hvilket viser bedriftens inntekter før renter og skatt. Poster i resultatregnskapet som ikke er en del av ordinær drift ekskluderes, eksempelvis renter på gjeld og skattekostnader. EBIT viser dermed virksomhetens evne og mulighet til å betale finansiell gjeld og renter på lang sikt, ettersom driftsresultatet benyttes til å dekke renter og avdrag over tid. Det regnes å være en kortsiktig løsning å betale gjeld finansiert av foretakets finansielle eiendeler (Kinserdal, 2018).

Driftsmargin

Driftsmargin er den prosentvise andel av omsetningen som tilfaller driftsresultatet, og viser hvor mye foretaket sitter igjen med for hver omsatt krone. Forholdet mellom driftsresultat og omsetning bestemmer derfor utviklingen i driftsmargin, og øker hvis driftsresultatet øker eller driftsinntekter reduseres med lavere margin enn driftsresultatet.

NOPLAT

NOPLAT, kort for «Net Operating Profit Less Adjusted Taxes», brukes videre i analysen for å beregne blant annet ROIC og Free Cash Flow. Nøkkeltallet representerer selskapets netto driftsresultat etter skatt fra selskapets kjernevirksomhet, hvilket er den operative driften generert av selskapets investerte kapital. Driftsresultatet fra NOPLAT er tilgjengelig for alle investorer inkludert kreditorer, aksjeeiere og andre former for finansiering. NOPLAT

ekskluderer poster fra inntekt og kostnader som ikke stammer fra operativ drift, og er derfor uavhengig av selskapets kapitalstruktur (Koller et al., 2015).

3.4 Kapitalstruktur

Arbeidskapital

Arbeidskapital er en måleenhet på selskapets disponible likviditet fratrukket kortsiktige gjeldsforpliktelser som ikke bærer rente. Kort forklart består dermed netto arbeidskapital av omløpsmidler minus ikke-rentebærende gjeld (Jonassen & Møller, 2015). Driftsrelaterte omløpsmidler inkluderer alle omløpsmidler som er nødvendig for driften av virksomheten. Driftsfremmede omløpsmidler er lett omsettelig, og ekskluderes fra de driftsrelaterte ettersom disse midlene er større enn virksomhetens behov (Koller et al., 2015).

Driftsrelaterte omløpsmidler er kundefordringer, inventar, forhåndsbetalte utgifter og andre driftsrelaterte likvider (Koller et al., 2015). Driftsrelatert ikke-rentebærende gjeld, også kalt operasjonell gjeld, er knyttet direkte til den driftsrelevante virksomheten i et selskap. Den vanligste formen for operasjonell gjeld er knyttet opp mot leverandører, ansatte og myndigheter, og synes i ofte regnskap ved poster som *leverandørgjeld*, *uopptjent inntekt*, *betalbar- og påløpt skatt* og *ikke-utbetalt lønn* (Koller et al., 2010).

Investert kapital

Investert kapital, ofte forkortet til *IC*, er en sentral komponent innen lønnsomhetsanalyse, hvilket beregnes gitt de eiendeler, driftsmidler og deler av arbeidskapitalen som benyttes til å produsere driftsresultatet (Kinserdal, 2017). I hovedtrekk er det eiendeler som eiendom, anlegg, utstyr og arbeidskapital (Koller et al., 2015). Ved å trekke fra driftsrelatert gjeld, kalkuleres netto driftseiendeler, ergo det samme som investert kapital (Petersen et al., 2017). Det representerer dermed selskapets investeringer for å drifte dets kjernevirksomhet, uten å skille mellom hvordan kapitalen er finansiert. En virksomhets investerte kapital kan etter Koller et al. (2010) deles i to komponenter; netto arbeidskapital og anleggsmidler, og defineres følgende:

$$\text{Investert kapital} = \text{Netto arbeidskapital} + \text{Driftsrelaterte anleggsmidler}$$

3.5 Rentabilitet

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet, «return on assets», viser hvor stor andel resultat før rentekostnad og skatt utgjør av gjennomsnittlig totalkapital. Lønnsomhetstallet viser dermed avkastningen bedriften har på den totale kapitalen som blir investert bestående av den totale gjeld og egenkapital. Gjennomsnittlig totalkapital er gjennomsnittet av egenkapital og gjeld de siste årene. For å få et rettviseende bilde av virksomhetens finansielle struktur kan gjennomsnittet av flere år benyttes. Dersom total kapitalrentabiliteten skal øke må resultat før rentekostnader og skatter øke eller gjennomsnittlig totalkapital reduseres.

Det argumenteres for at ROIC er et bedre analytisk verktøy for verdsettelse enn ROE, «return on equity», og ROA, «return on assets», ettersom det bare setter søkelys på de faktorer som er driftsrelevant i virksomheten. ROE involverer kapitalstruktur i beregningen i motsetning til ROIC. ROA inkluderer ikke driftsrelevante eiendeler, og ignorerer fordeler med betalbare- og andre driftsrelevante forpliktelser som reduserer kapitalen som er nødvendig fra investorer (Koller et al., 2015). Dersom få aktivaposter trekkes fra ved kalkulering av en virksomhets investerte kapital, vil ROIC og ROA bli tilnærmet lik hverandre.

ROIC

ROIC, kort for «Return On Invested Capital», er et nøkkeltall som viser avkastningen på investert kapital, og dermed hvor effektivt virksomheten benytter sin kapital til å generere verdiskapning og gjøre lønnsomme investeringer. ROIC inkluderer kun poster som er relevant for den operasjonelle driften i selskapet, og er dermed uavhengig av virksomhetens finansielle struktur. Da ROIC baserer seg på investert kapital, vil lønnsomhetstallet være et produkt av de poster som er relevant for foretakets operasjonelle drift. Beregningen av ROIC foretas ved å analysere virksomhetens historiske tall og prestasjon i en gitt tidsperiode. Selve avkastningen beregnes ved å dele NOPLAT på investert kapital i foregående periode, etter følgende formel (Koller et al., 2015):

$$ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{Investert\ kapital_{t-1}}$$

ROIC kalkuleres gjerne med og uten goodwill ettersom resultatet av de ulike metodene belyser resultater av forskjellig relevans, gitt hva som ønskes undersøkt. Goodwill er en immateriell eiendel som bokføres i et selskaps regnskap når det blir solgt til en høyere pris

enn den bokførte verdien av eiendelene, og oppstår dermed som følge av økt realisert verdi. Denne balanseposten vil for mange selskap utgjøre en liten del av selskapets investerte kapital, men for andre selskaper kan forskjellen på ROIC med og uten goodwill være stor. Ekskludering av goodwill gir en ROIC som belyser selskapets underliggende operasjonelle prestasjon og gir informasjon om hvorvidt selskapets underliggende økonomi overgår kostnaden for kapitalen (Koller et al., 2015). ROIC uten goodwill kan benyttes for å analysere virksomheten målt opp mot konkurrenter i samme bransje uten å se på premie betalt for oppkjøp. ROIC med goodwill måler om selskapet har inntjent tilstrekkelig avkastning til investorer, ved å inkludere prispremien ved oppkjøp i beregningen. Det er mest relevant å bruke ROIC uten goodwill for å prosjektere fremtidige kontantstrømmer og utarbeide strategi (Koller et al., 2015).

3.6 Avkastningskrav

WACC

WACC, kort for «Weighted Average Cost of Capital», er avkastningskravet som kreves for å dekke totalkapitalen i selskapet. Avkastningskravet er den gjennomsnittlige kostnaden etter skatt for kapitalen som må betales for eiendelene som er finansiert med gjeld og egenkapital. Nøkkeltallet representerer dermed minimum avkastning en investor krever, vurdert opp mot alternativkostnaden. Av den grunn må investeringer gi høyere avkastning enn avkastningskravet som stadfestes ved bruk av WACC, for å være lønnsom. Det vil ikke være lønnsomt å investere i et selskap som ikke har bedre avkastning enn det koster å finansiere kapitalen som anvendes i virksomheten.

WACC fastsettes som summen av risikofri rente og et risikotillegg som har til hensikt å reflektere risikoen ved å investere innenfor ringnotflåten, altså et markedsbasert avkastningskrav for fiske med ringnot. Parametere som benyttes for beregning av WACC er risikofri rente, markedsrisikopremie, selskapsbeta og gjelds- og egenkapitalandel. Koller et al. (2015) definerer WACC ved å beregne kostnaden for selskapets gjeld og -egenkapital ved følgende formel:

$$WACC = \frac{D}{D + E} K_D (1 - S) + \frac{E}{D + E} K_E$$

Hvor:

D = Gjeld

E = Egenkapital

K_D = Kostnad for gjeld

S = Skatterate

K_E = Kostnad for egenkapital

Siden skatteskjold har en verdi, regnes det inn i ligningen ved å redusere kostnaden for gjeld med marginalsattesats. Slik inkluderes dermed skatt i verdsettelsen. Ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med WACC må det vurderes om gjelds- og egenkapitalandelen vil være konstant eller vil endres ved fremtidig drift ettersom WACC tar hensyn til kapitalstrukturen til virksomheten (Koller et al., 2015). Ved neddiskontering av eksisterende kontantstrømmer verdsettes egenkapital og gjeld til virksomhetens bokførte verdi, hvilket oppgis i de aktuelle årsregnskapene.

Kostnad for gjeld

Kostnaden for gjeld, K_D er den effektive renten et selskap betaler for sin gjeld i form av lån eller forpliktelser som bærer rente, før skatt. Ruback (2000) benytter CAPM for å beregne kostnad for gjeld ved følgende formel:

$$K_D = R_F + \beta_D R_P$$

Hvor:

R_F = Risikofri rente

β_D = Beta gjeld

$R_P = (R_M - R_F)$ = Markedets risikopremie

R_M = Forventet avkastning på markedsporteføljen

Risikofri rente og risikopremie er felles for alle virksomheter innen norsk sektor, mens gjelds- og egenkapitalbeta representerer risiko for et spesifikt selskap, og vil derfor ha størst utslagsfaktor overfor WACC. Det er ifølge Norli (2017) vanlig praksis å anta at $\beta_D = 0$, hvilket vil si at betaverdien indikerer at gjelden er risikofri. Koller et al. (2015) argumenterer derimot for at selskaper med relativt lav risiko har $\beta_D = 0,3$, som er tilnærmet den implisitte betaen basert på spread mellom selskaps gjeld og statsobligasjoner. Ruback (2000) mener at $\beta_D = 0,3$ impliserer at gjelden er risikabel.

Kostnad for egenkapital

En virksomhets kostnad for egenkapital består av to komponenter. Første komponent består av å estimere markedets forventede avkastning til aksjemarkedet. I denne studien benyttes Oslo Børs da Regina Fisk AS opererer i Norge. Selv om et selskap ikke vil oppnå en avkastning helt lik markedet, så vil markedets avkastning fungere som målestokk for å bedømme hvor rimelige estimatene er for det enkelte selskapet som analyseres. Ettersom det ikke er mulig å observere et markeds fremtidig avkastning, estimeres den ved å bruke historisk markedsavkastning, hvilket i stor grad påvirkes av inflasjonsraten i det aktuelle tidsrommet. Markedets forventede avkastning settes dermed til markedets risikopremie, en historisk markedspremie som tar høyde for inflasjon ved i tillegg å legge på en risikofri rente (Koller et al., 2015).

Neste komponent i estimeringen av kostnad for egenkapital, er gitt ved å måle det aktuelle selskapets risiko. Risikoen kan beregnes ved bruk av CAPM, kort for «Capital Asset Pricing Model». Metoden benytter en betaverdi for å måle selskapets risiko og hvordan selskapets aksjepris korrelerer med endringene i markedet. CAPM defineres slik:

$$K_E = R_F + \beta_E R_P$$

Hvor:

R_F = Risikofri rente

β_E = Beta egenkapital

$R_P = (R_M - R_F)$ = Markedets risikopremie

R_M = Forventet avkastning på markedsporteføljen

CAPM kalkulerer forventet avkastning på enhver investering, og finner avkastningen på investeringen ved å kombinere risikofri rente med betaverdi som forholdstall mot markedets risikopremie. R_P og R_F , hvilket er markedets risikopremie og risikofri rente, er felles for alle bedrifter. Beta representerer derimot den individuelle risikoen selskapet har overfor en eventuell investor (Koller et al., 2015).

Betaverdi

Beta viser risiko selskapet utgjør for en investor i forhold til hvordan selskapsverdi beveger seg i forhold til markedets risiko. Betaverdien er dermed et mål på den systematiske risikoen som er knyttet opp til markedets risiko. Systematisk risiko kan ikke unngås eller diversifiseres ettersom risikoen er felles for hele markedet. Usystematisk risiko er risikoen for det enkelte

selskapet eller for den spesifikke industrien. Den usystematiske risikoen kan unngås ved diversifisering. Diversifisering er en strategi som går ut på å redusere risikoen ved å spre investeringene sine i flere markeder eller segmenter for å minimere risikoen ved å ha alt investert i en bedrift eller segment (Koller et al., 2015).

Et sentralt spørsmål innenfor å beregne selskapets kostnad for egenkapital med CAPM er hvordan selskapets betaverdi skal estimeres, som representerer selskapets relative risiko til markedet. Individuelle betaverdier kan i stor grad bli påvirket av tilfeldige hendelser som har lav grad av sannsynlighet for å gjenta seg. Koller et al. (2015) argumenter av den grunn for at det bør vises skjønn ved beregning av beta, og ikke bare kalkuleres ut fra mekanisk tilnærming. Beta er den viktigste forklaringsfaktoren for selskapsforskjeller ved beregning av WACC. Det anbefales å benytte industribeta fra bedrifter som driver med tilsvarende virksomhet i stedet for selskapsbeta for å unngå støy i analysen. Innenfor industrien Regina Fisk AS opererer i, er det mangel på børsnoterte selskap og dermed vanskelig å knytte industrien opp til markedet. Sammenheng mellom aktivabeta, gjeldsbeta og egenkapitalbeta fastsettes (Ruback, 2002) slik:

$$\beta_U = \frac{D}{D + E} \beta_D + \frac{E}{D + E} \beta_E$$

Hvor:

β_U = Aktivabeta

β_D = Gjeldsbeta

β_E = Egenkapitalbeta

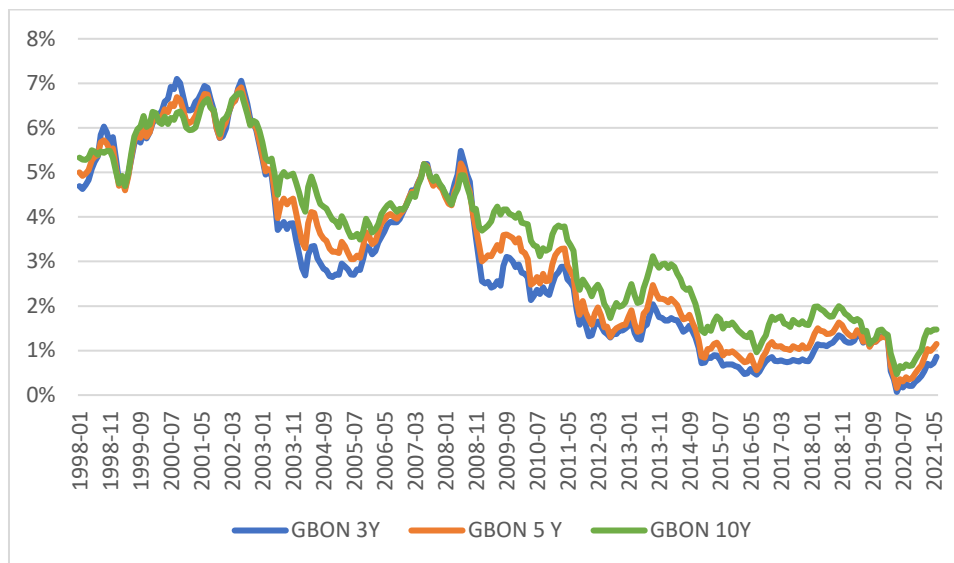
Markedets risikopremie

Markedets risikopremie skal reflektere markedsforholdets normale krav om høyere markedspremie og lavere realrente i dårlige tider med større risiko, og aksept for lavere rente i gode tider med lavere risiko. Markedspremie kan også representere og settes ut fra langsiktig, normalisert premie som reflekterer langsiktig normalsituasjon, mellom 3-6 prosent. Det er stor uenighet innenfor finansverden angående hvordan markedets risikopremie skal måles. Ifølge Koller et al. (2015) vil et tall på 8 prosent bli for høyt for verdsettelsesformål, mens et tall rundt 5 prosent vil være mest passende for verdsettelse av en bedrift. Markedspremie i det norske markedet settes til en median på 5 prosent fra 1998 til 2021 (PwC, 2022).

I tillegg til markedspremie kan det være gunstig å legge på en småbedrift-premie ettersom det historisk sett er høyere avkastningskrav for små bedrifter enn større selskap, knyttet opp til at det er høyere risiko for investering i små bedrifter. Småbedriftspremie kan settes til en median på 5 prosent, og adderes på normal markedspremie (PwC, 2022).

Risikofri rente

Ifølge Koller et al. (2015) vil langsiktige statsobligasjoner reflektere risikofri rente og er følgelig en del av kostnaden for egenkapitalen. Den risikofrie renten består av realrente og forventet inflasjon, og vil kunne beregnes ved å se på verdipapirmarkedet for norske statsobligasjoner. Det anbefales å bruke langsiktige statsobligasjoner på 10 år i stedet for kortsiktige obligasjoner. Hvis forventet avkastning estimeres med 10 års statsobligasjoner vil det være mer i tråd med tidshorizonten til bedriftens kontantstrømmer. Derimot vil statsobligasjoner på 30 år kunne fange kontantstrømmen bedre, men vil trolig ikke kunne representere den risikofrie renten korrekt ettersom obligasjoner på 30 år ikke er likvide nok (Koller et al., 2015).



Figur 4 Generiske renter for statslån for 3,5 og 10 års statsobligasjoner.

(Norges Bank, 2021).

Figur 4 viser utviklingen til statsobligasjoner for 3-, 5- og 10 år kalt GBON, hentet fra Norges Bank. GBON er den effektive generiske renten på statspapiret som er nærmest den oppgitte løpetiden. Statsobligasjonene regnes som en risikofri avkastning ettersom at sannsynligheten for at den norske stat ikke betaler sine forpliktelser er tilnærmet lik null. For å beregne

risikofri rente benyttes statsobligasjoner med 10 års løpetid fra 1998 til og med 2021 hentet fra Norges Banks tidsserie for statsobligasjoner (Norges Bank, 2022).

Kostnad for aktiva

Kostnad for aktiva, K_A , er avkastningskravet som kreves for å dekke eiendelene i selskapet, før skatt. Avkastningskravet benyttes til å neddiskontere kontantstrømmer etter CCF-metoden, fordi skattefordelene i form av skatteskjold allerede er inkludert i kontantstrømmen. Ved beregning av kostnad for aktiva, må ikke gjelds- og egenkapitalandel hensyntas, dersom aktivabeta allerede er fastsatt. Det eliminerer mye av kompleksiteten som forekommer ved FCF-metoden (Ruback, 2002). Både CCF- og FCF-metoden forklares senere. Kostnad for aktiva kalles gjerne «Pre-tax WACC», og fastsettes følgende:

$$K_A = \text{Pre-tax WACC} = R_F + \beta_U R_P$$

3.7 Vekst

Vekst spiller en sentral rolle for virksomhetens verdiskapning, og vil kunne føre til økt profitt og muligheten til å tilegne seg nye eiendeler og gjennomføre nye investeringer. Videre presenteres makroøkonomiske vekstforhold og mikroøkonomiske vekst- og verdiskapende forhold hver for seg, for å gi et bilde av vekst i sin helhet.

3.7.1 Makroøkonomiske vekstforhold

Innenfor fiskeri er vekstvilkårene mer forutsigbar og regulert enn i andre bransjer grunnet kvoteregulering. Reguleringen sørger for at rederier ikke kan ekspandere fritt, men heller må forholde seg til fartøyets årlige kvote. Den årlige kvoten tildeles gjennom fordelingsnøkler som bestemmer hvor stor andel av gruppekvoten fartøyet kan fiske. Gruppekvoten fastsettes årlig, blant annet fordi fastsettelsen skjer etter råd fra nasjonale og internasjonale forskningsmiljøer, for å sikre bærekraftig ressursutnyttelse (Fiskeridirektoratet, 2015). En slik regulering sørger dermed for årlige variasjoner i fartøykvoten, samt setter et tak for hvor mye vekst enkeltfartøy kan tilegne seg fra økning i volum. Dersom et rederi aktivt skal gå inn for volumøkning på et fartøy, må det gjøres ved å tilegne seg strukturkvoter, hvilket sørger for å øke den totale fartøykvoten. Også ved denne formen for vekst ved ekspansjon, er det lovreguleringer som sørger for at veksten ikke kan skje uhemmet, eksempelvis kvotetak. Vekst ved ekspansjon medfører også en engangskostnad tilknyttet tilegningen av

strukturkvoter, hvilket tilsier at det må foreligge mulighet for finansiering av investeringen. Av den grunn kan ekspansjonsvekst ses som mindre “sunn” enn organisk vekst.

Norges Sildesalgslag (2023) har publisert en kronikk ved Finn-Arne Egeness, Chief Analyst Seafood i Nordea for å kommentere pelagiske markedsutsikter i kommende år.

Betraktningene vil være til hjelp for å spå fremtidig vekst i sektoren. I kronikken konkluderes det med positive markedsutsikter, særlig grunnet etterspørselen. Pelagisk sektor er tjent med megatrender som fokus på sunnhet, befolkningsvekst og økende matvarepriser, i tillegg til lavt klimaavtrykk sett mot enkelte substitutter. Det er stort globalt fokus på miljø, hvilket gjenspeiles i eksempelvis EU som forhøyer miljøkravene til norsk fisk (Fiskeribladet, 2022a). De miljømessige faktorer som påvirker fiskerinæringen, og virksomhetene innenfor næringen, kan i hovedsak redegjøres for ved å vurdere klimaavtrykket innenfor norsk sjømat. SINTEF (2020) forklarer klimaavtrykk ved at det kan “brukes for å visualisere hvilke påvirkninger forskjellige produkter kan ha på natur og miljø og hvor og hvordan man kan redusere miljøpåvirkningen fra produktene”, samt at måling av klimaavtrykk skjer i CO₂-ekvivalenter. Rapporten deres konkluderer med at villfisk, særlig pelagisk fisk, har et lavt avtrykk, som har sunket ytterligere siden 2009. Det fremgår videre at dersom alle fartøyene hadde hatt like høy drivstoffeffektivitet som de beste, ville det samlede klimaavtrykket fortsatt kunne blitt halvert. En sammenligning mellom sild og europeiske landbaserte kjøttprodukter, viser at dets klimaavtrykk er 50 ganger så stort som avtrykket til sild (SINTEF, 2020).

Egeness mener at summen av gevinstene fører til at fisken som leveres, betales stadig bedre. Det pekes også på at pelagiske arter både benyttes til humant konsum, men også til produksjon av fiskemel og –olje. Hele 85 prosent av råstoffet i global fiskemelproduksjon stammer fra pelagisk fisk, i tillegg til 67 prosent for fiskeolje. Av disse produktene går henholdsvis 85- og 70 prosent til akvakulturnæringen per 2020 (Norges Sildesalgslag, 2023). Egeness konstaterer av den grunn en trolig prisvekst innenfor markedet, dersom utsiktene holder seg like som i dag. Det pekes spesielt på råvaresubstitutter som kan erstatte fiskemel og –olje i akvakulturnæringen, når det gjøres rede for mulige trusler som kan svekke prisen.

Valutakurser er delaktig for vekst da sjømatnæringen er eksportrettet, og dermed utsatt for svingninger i den norske kronen, som er relativt volatil. Volatiliteten blir ofte forklart av økonomer til å skyldes oljesektorens signifikans, hva gjelder oljeprisen. Knut Anton Mork (2023) peker heller på utviklingslinjene i norsk økonomi siden århundreskiftet.

Investeringsbølgen i olje og gass i perioden har presset opp prisene leverandørbedriftene har kunnet ta, og lønningene har fulgt samme trend. Mork mener derfor at den svekkede kronekursen skyldes reverseringen av prosessen, og en norsk sentralbank som nøler med å heve renten i forhold til andre sentralbanker. Deres handlingsmønster har gjort det mindre attraktivt å plassere midler i norsk rente på kort sikt, og medført svekket tillit i det globale valutamarkedet.

Nofima har observert at sjømatindustrien er mer utsatt for valutaendringer enn øvrig norsk eksportindustri, fordi det i hovedsak handles med kun fire valutaer; euro, britiske pund, japanske yen og amerikanske dollar (Regjeringen, 2022). Importørenes valutakurser har også en effekt, da etterspørselen reduseres dersom deres valuta svekkes. Pelagisk sektor er særlig utsatt for valutasingninger da produktene oftere omsettes i dollar enn virksomheter i andre sektorer. Christian Chramer, administrerende direktør i Norges Sjømatråd (2023), forklarer rekordstarten for sjømateksport i 2023 med betydelig økte eksportpriser. En av faktorene er at den norske kronen er svakere enn i fjor. Totalt eksportvolum er likevel lavere for januar 2023 kontra 2022. For pelagisk sektor og sjømatnæringen generelt er det vanskelig å ta hensyn til valutakursen, og det er derfor tett samarbeid mellom næringen og politikken for å maksimere avkastning, der blant annet pengepolitikk er en reguleringsfaktor (Regjeringen, 2022). For virksomheter innenfor primærnæringen vil ikke valutakursen direkte påvirke deres salg, men auksjonsprisen de mottar påvirkes av etterspørsel og videresalgpris.

3.7.2 Mikroøkonomiske vekst- og verdiskapende forhold

Selskaper øker gjerne sin verdi ved at eiere og investorer investerer i selskapet med hensyn til deres forventning om økt verdiskapning i fremtiden, og at de dermed kan høste fruktene av investeringen på sikt. Verdiskapningens størrelse summerer seg til differansen mellom kontantstrømmene som er generert og kostnaden av investeringen som ble gjort, korrigert for at morgendagens kontantstrøm er verdt mindre enn dagens kontantstrøm på grunn av tidsverdi av penger og risikoen av fremtidige kontantstrømmer (Koller et al., 2015).

Det er to former for vekst, organisk og ved ekspansjon. Organisk vekst ser på vekst i bedriften gjennom økning i omsetning. Vekst gjennom oppkjøp, fusjon og ekspansjon må ses i sammenheng med organisk historisk vekst når det sammenlignes med ROIC. Dette fordi ekspansjon krever en større engangskostnad ved oppkjøp og fusjon. Virksomheter vil på lang sikt forventes å oppnå en vekst relativt lik konsumveksten for industrien i tillegg til inflasjon

(Koller et al., 2010). Et selskap kan skape økonomisk verdi i form av vekst eller ved å øke avkastningen sin på investert kapital. Det er alltid verdiskapende å øke avkastningen på investert kapital, mens vekst bare vil føre til verdiskapning dersom avkastningen på investert kapital er høyere enn kostnaden for kapitalen. Vekst i selskap kan defineres som “g”. Selskapets organiske vekst kan beregnes ved selskapets relative endring av NOPLAT med følgende formel:

$$g = \frac{NOPLAT_t - NOPLAT_{t-1}}{NOPLAT_{t-1}} \text{ eller } g = ROIC_t \cdot IR_t$$

Investeringsraten, IR, viser hvor stor del av NOPLAT som investeres tilbake i bedriften. Investeringsraten kan defineres slik:

$$IR_t = \frac{\text{Netto Investering}_t}{NOPLAT_t} \text{ eller } IR_t = \frac{g_t}{ROIC_t}$$

Netto Investering er økningen i investert kapital fra et år til neste år.

$$\text{Netto Investering}_t = \text{Investert kapital}_{t+1} - \text{Investert kapital}_t$$

Fri kontantstrøm eller FCF kan defineres slik etter følgende formel:

$$FCF = NOPLAT - \text{Netto investering}$$

Denne formelen kan omformuleres slik:

$$FCF = NOPLAT \cdot (1 - IR)$$

FCF kan omformuleres for å vise sammenhengen mellom fri kontantstrøm, NOPLAT, vekst og ROIC slik:

$$FCF = NOPLAT \cdot \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)$$

Sammenhengen kan forklares følgende $g > ROIC = IR > 1 = FCF < 0$, hvor dersom vekst er større enn ROIC vil IR være større enn 1 og dermed vil FCF være mindre enn 0. Selskapets avkastning på investert kapital og inntektsvekst bestemmer i lag hvordan inntekter blir konvertert til kontantstrømmer. Verdiskapningen skapes i sammenheng mellom ROIC og vekst i inntekter, men bare så lenge ROIC er høyere enn kostnaden for kapitalen. Dette betyr at en høyere ROIC alltid vil være positivt for verdiskapning, mens økt vekst kan gi mindre

verdiskapning (Koller et al., 2015). Ved å se på formel for nåverdi av fremtidig kontantstrøm, V_0 , kan vekstens påvirkning på verdiskapningen til selskapet ses.

$$V_0 = \frac{NOPLAT_1 \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{(WACC - g)}$$

Selskaper med høy ROIC vil bli mer påvirket av økning i driftsinntekter enn endring i ROIC. Forskning viser at selskaper som lar avkastning på investert kapital minke til fordel for vekst vil gi mer avkastning for investorer enn selskaper som prøver å opprettholde eller forbedre ROIC, men vokser saktere. I motsetning vil selskaper med lav ROIC og høy vekst få bedre verdiskapning ved å fokusere på å øke ROIC i stedet for vekst (Koller et al., 2015).

En virksomhets vekst må også ses i sammenheng med ROIC og WACC. Avkastningen på investert kapital bør være større enn vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad. WACC må dermed være større enn veksten i selskapet og lavere enn ROIC. Hvis veksten er større enn WACC, og WACC større enn ROIC spises virksomhetens likviditet opp da veksten fører til at det er behov for større investeringer. I en slik situasjon vil økt vekst føre til en større negativ verdiskapning ettersom investert kapital øker, hvilket senker ROIC dersom ikke avkastningen øker relativt til investert kapital (Markman & Gartner, 2002). Hvis $ROIC = WACC$ vil ikke en økt eller redusert vekst ha noe påvirkning på verdiskapningen uansett vekstverdi. Forholdet mellom vekst, WACC og ROIC som skaper en sunn verdiskapning kan enklest vises ved følgende forhold: $ROIC > WACC > g$.

4 Data og metode

I data og metode-kapitlet vil det gis en nærmere beskrivelse av data som er benyttet og metodevalget som er foretatt, med hensyn til å besvare problemstillingen. Clemens Cavallin (2006) beskriver metode som bindeleddet mellom det abstrakte og det konkrete. Metode kan dermed ses som et tekstsegment som vever sammen teori og datamateriale, og leddet mellom allment og spesifikt. For å knytte teorigrunnet opp mot datamaterialet, og utnytte synergien av å koble de opp mot hverandre, er det essensielt at valg er tatt med omhu. Av den grunn vil metodisk tilnærming og gjennomføring av analyse presenteres videre i kapitlet, i tillegg til presentasjon av datamaterialet. Implikasjoner og utfordringer knyttet til tilnærming, data og gjennomføring redegjøres også for, med hensyn på å belyse de ulike avgrensninger og forutsetninger som er av relevans for studiet og dets resultater.

4.1 Data og tilnærming

Den metodiske valgte tilnærmingen for dette studiet er en case-studie, da problemstillingen belyses ved grundig undersøkelse av ett isolert tilfelle (Flyvbjerg, 2011). I dette tilfellet er det de senere driftsår til rederiet Regina Fisk AS. I tråd med prinsippene for gjennomføring av case-studie, defineres begrensninger som gjøres for å holde studiet til sin «case-ramme». I motsetning til mange case-studier og deres kvalitative tilnærming, utføres denne analysen ved å anvende kvantitative data. Valget er gjort med hensyn til de tilgjengelige data som foreligger offentlig, samt fordelene ved å kunne innhente objektive og sanne regnskapsdata som er forankret i lov. I tillegg er de kontrollert av revisor før de offentlig publiseres. Dette stemmer overens med vårt ønske om å skildre et mest mulig rettviseende bilde av virkeligheten, og sørger for å sikre studiets reliabilitet og validitet. På bakgrunn av den informasjonen vi har tilegnet gjennom bruk av kvantitative data og vårt teoretiske rammeverk mot metodene vi benytter, anser vi ikke et behov for å innhente kvalitative data i form av eksempelvis intervjuer med ledelsen eller lignende.

Data som benyttes for å utføre analysen i studiet er som nevnt kvantitative, i form av å være hentet ut av årsregnskapene til Regina Fisk AS. Selve verdsettelsesanalysen er av den grunn en regnskapsanalyse, med en analyseperiode som strekker seg fra og med 1998, til og med 2021. Årsregnskapene er hentet fra Brønnøysundregisteret for perioden 2009-2021. Virksomheten ble flyttet over til organisasjonsnummer 992 709 952 *Regina Fisk AS* ved stiftelse i 2008, og før 2008 opererte virksomheten under organisasjonsnummer 851 825 312

AS Regina Fisk. I perioden 1998-2008, under gammelt organisasjonsnummer, er årsregnskapene hentet gjennom Proff Forvalt. I tillegg er det hentet ut data om kvotesammensetning og -størrelse fra Fiskeridirektoratet (2023). Innhentede data er nødvendig for videre analyse hva gjelder å skille kvoteverdier fra resterende verdier i virksomheten.

Det foretas en litteraturstudie av spesifikk fiskerisektor, pelagisk fiske med ringnot, lønnsomhetsteori og de lover og reguleringer som er aktuelle for å belyse problemstillingen. Det gjøres blant annet for å få en bedre forståelse av driften, samt regelverket rundt kvotesystemet, da det er en essensiell faktor ved generering av lønnsomhet og verdiskapning. Litteraturstudiet bidrar til å bygge opp rundt studiet, og styrke dets relevans. Gjennomføring av litteraturstudiet gjøres med en kvalitativ tilnærming.

4.2 Avgrensninger og forutsetninger

Ved gjennomføring av case-studie er det som nevnt nødvendig å begrense studiet på en tilfredsstillende måte. Noen begrensninger tilfaller også naturlig som et resultat av den observerte virksomhetens natur. Avgrensningene som er gjort, eller som har oppstått, kommenteres dermed. Objektet vi har valgt å studere, selskapet Regina Fisk AS, er valgt med hensyn til dets virke og salget som er foretatt. Studiet er begrenset til ett objekt etter ønske om å utføre en case-studie, for å fordype seg i et spesifikt tilfelle, heller enn å sammenligne flere rederi i bransjen. Analyseperioden i studiet er fullstendig periode fra 1998, til 2021, totalt sett bestående av 23 årsregnskap. Perioden er avgrenset til nevnt antall år med hensyn til å kunne gjøre beregninger av nøkkeltall basert på så mange observasjoner som mulig. Det falt derfor naturlig å velge datamateriale fra første tilgjengelige digitale regnskapstall, til foreløpig siste utarbeidede årsregnskap, per mai 2023. I studiet benyttes beløp oppgitt i tusen eller millioner kroner, TNOK eller MNOK, for å skape flyt i teksten. Avrunding til TNOK er et vanlig regnskapsformat, og betraktes nøyaktig nok for å benyttes.

En eventuell teoridel om grunnrenteskatt kunne vært inkludert i studiet, basert på spekulasjoner og artikler som diskuterer rundt innføring av skatten i bransjen. I henhold til avgrensning av oppgaven er grunnrenteskatt utelatt, da innføring av denne innen fiskerinæringen er rent hypotetisk per 2023. Den 28. mars 2023 la regjeringen frem lovforslag (Prop. LS (2022-2023)) om grunnrenteskatt på havbruk, og vi anser det dermed som mer

interessant å vente med å undersøke grunnrentebeskatning i fiskeri til det foreligger mer empiri og forskning på innføringen av skatten i havbruk.

Tidligere studier som baserer seg på verdsettelsesanalyser av selskaper, er tungt vektet mot børsnoterte selskaper, gjerne av en viss størrelse og renommé. Skilnaden til vår studie er dermed at case-objektet, Regina Fisk AS, er et unotert, lite og lokalt rederiselskap bestående av ett fartøy. Som tidligere nevnt, er virksomhetens årsregnskap utarbeidet etter NRS 8-standarder, og inneholder dermed simplifiseringer i tråd med denne. Av den grunn tas enkelte forutsetninger med hensyn til manglende informasjon og mangelfulle eller ikke-tilstedeværende noter, da små foretak ikke følger samme innholds- og formkrav som eksempelvis børsnoterte selskaper. I tillegg tas det forutsetninger i henhold til valg av betaverdier, da hele ringnotflåten består av unoterte selskaper, og estimering dermed er komplisert og lite hensiktsmessig.

En viktig forutsetning for å kunne gjøre kvoteverdiene målbare, er å ha en terminalverdi. I studiet er terminalverdien satt til salgsverdi 478 MNOK, som justeres for skatt, for analyse av historisk utvikling. Vi forutsetter dermed at den opplyste salgsverdi, hentet fra Kystmagasinet (Engø, 2022), er korrekt og faktisk hentet fra Norderveg AS's søknad om erverv, slik det fremkommer av artikkelen. Salgsverdien pliktes ikke å opplyses offentlig, og kan av den grunn ikke innhentes gjennom diverse register eller offentlige opplysninger. En viktig forutsetning for salgsverdien er at den representerer reell markedsverdi, og ikke omfatter en rabatt eller et premium. Gitt kunngjøringsdatoer i Brønnøysundregisteret angående endring av daglig leder og endring av vedtekter, datert juli 2022, antas det at overdragelsen av virksomheten har funnet sted i denne perioden. Vi har på bakgrunn av denne informasjonen måtte ta forutsetning om å innlemme salgsverdien i siste tilgjengelige årsregnskap, og derfor inkludert den i år 2021. For å kunne innlemme salgsverdi i år 2021, er den justert til å være etter skatt ved bruk av gjeldende års skattesats, for å kunne benytte salgsverdien til å gjennomføre verdsettelsesanalysen.

Differansen mellom beregnet selskapsverdi og bokført verdi av selskapet forutsettes å være kvoteverdiene som ikke fremgår av regnskapet. Gapet, selskapets goodwill, anser vi derfor å være markedsverdien til kvotene rederiet har besittet. Goodwill-posten representerer den immaterielle eiendelen grunnkvoter, og kalkuleres i analysedel, før den innlemmes i den

omorganiserte balansen. Posten benyttes videre i analysen for å beregne ROIC med og uten goodwill.

4.3 Analyseforberedelser

Gjennomføringen av studiets analysedel utføres ved bruk av Microsoft Excel, da vi anser programvaren for å være godt tilpasset til å utføre utvalgte analyser. Selve gjennomføringsmetoden ved omgruppering og reorganisering av regnskapet presenteres videre i kapitlet, etterfulgt av de forskjellige analysemetodene som benyttes. I Tabell 2, Tabell 3, Tabell 4 og Tabell 5 presenteres Regina Fisk AS' samlede resultat- og balanseregnskap for fullstendig analyseperiode. Tallmaterialet som benyttes i analysedelen, er hentet fra årsregnskapene nærmest i sin helhet. Tomme regnskapsposter som var oppgitt i de originale regnskapene er fjernet, med hensyn til kun å inkludere poster av verdi.

Tabell 2 Regina Fisk AS resultatregnskap fra 1998 til 2009.

RESULTATREGNSKAP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Sum driftsinntekter	13 122	14 257	16 106	19 826	24 877	15 249	17 020	22 932	18 625	22 708	25 572	24 446
Varekostnad	962	703	1 603	1 577	2 944	2 109	1 859	1 883	2 254	5 776	3 393	2 754
Lønnskostnader	4 306	4 061	4 716	6 110	7 592	5 542	6 010	7 511	7 129	7 360	8 791	8 429
Herav kun lønn					7 126	5 403	5 918	7 312		6 715	6 715	8 214
Pensjonskostnader												
Avskrivninger	129	154	611	308	1 031	1 018	1 007	1 006	997	989	1 027	2 534
Andre driftskostnader	5 918	4 114	4 875	5 978	5 661	4 240	2 935	4 525	3 362	3 480	3 842	7 688
Sum driftskostnader	11 315	9 032	11 805	13 973	17 228	12 909	11 811	14 925	13 741	17 605	17 053	21 404
Driftsresultat	1 807	5 225	4 301	5 853	7 649	2 340	5 209	8 006	4 884	5 103	8 519	3 042
Sum finansinntekter	278	396	533	840	852	487	121	181	364	544	675	240
Sum finanskostnader	202	158	321	178	359	280	91	201	27	30	541	495
Netto finans	76	238	212	662	493	207	30	-20	337	515	133	-256
Resultat før skatt	1 883	5 463	4 513	6 515	8 142	2 547	5 239	7 987	5 221	5 618	8 652	2 786
Skattekostnad	531	1 529	1 269	1 842	2 286	718	1 467	2 236	1 461	1 574	3 582	-379
Årsresultat	1 352	3 934	3 244	4 673	5 856	1 829	3 772	5 751	3 760	4 044	5 071	3 165
Avsatt utbytte	1 350	2 000	1 000	5 000	6 000	1 820	3 472			1 000		

Tabell 3 Regina Fisk AS resultatregnskap fra 2010 til 2021.

RESULTATREGNSKAP	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sum driftsinntekter	27 304	37 657	30 655	26 627	24 346	27 241	32 390	32 115	32 783	27 828	34 609	33 539
Varekostnad	3 111	3 169	3 045	2 999	3 479	1 944	2 789	3 292	3 939	3 403	2 192	3 142
Lønnskostnader	9 167	12 834	9 637	8 665	8 184	9 675	10 738	10 173	11 448	10 386	12 686	11 921
Herav kun lønn	7 880	11 421	8 421	7 441	6 896	8 397	9 547	8 995	11 230	10 136	12 365	11 478
Pensjonskostnader		1 079		1 010	1 000	1 000	1 000	1 000			59	59
Avskrivninger	2 523	2 493	2 057	2 066	2 056	2 064	2 055	2 022	2 005	2 005	2 005	1 997
Andre driftskostnader	4 139	7 776	4 005	2 862	3 656	3 673	5 152	4 577	5 091	3 245	5 967	5 222
Sum driftskostnader	18 940	26 272	18 744	16 592	17 375	17 356	20 734	20 064	22 483	19 040	22 851	22 283
Driftsresultat	8 364	11 384	11 911	10 035	6 971	9 885	11 656	12 051	10 300	8 788	11 759	11 256
Sum finansinntekter	382	652	693	715	462	336	213	186	196	287	121	164
Sum finanskostnader	463	371	323	263	201	170	118	65	18	92	2	4
Netto finans	-81	280	371	452	261	165	95	122	177	195	119	160
Resultat før skatt	8 283	11 665	12 282	10 487	7 233	10 050	11 752	12 173	10 477	8 983	11 877	11 416
Skattekostnad	2 310	3 266	3 439	2 696	1 953	2 290	2 747	2 750	2 258	1 996	2 613	2 512
Årsresultat	5 973	8 399	8 843	7 791	5 280	7 760	9 005	9 423	8 219	6 987	9 264	8 904
Avsatt utbytte			8 800		10 000	7 800	9 000	14 000	8 000			

Tabell 4 Regina Fisk AS balanseregnskap fra 1998 til 2009.

BALANSEREGNSKAP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Konsesjoner, patenter, lisenser											29 971	28 472
Utsatt skattefordel												
Tomter, bygninger og eiendom	62	59	58	57	187	180	172	166	159	153	755	707
Maskiner og anlegg			3 182									
Skip, rigger, fly og lignende		3 700		9 778	9 278	8 778	8 278	7 778	7 278	6 778	6 278	5 778
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	298	353	386	2 826	4 378	3 868	3 368	2 909	2 419	1 936	1 532	1 045
Investeringer i aksjer og andeler		220						140	153	153	153	153
Obligasjoner og andre langsiktige fordr.		144	144	129	32							
Andre fordringer										115		505
Andre anleggsmidler	3 895											
Sum anleggsmidler	4 475	4 476	3 770	12 790	13 875	12 825	11 818	10 992	10 008	9 134	38 688	36 659
Kundefordringer	277		283	40			389	364	349	452	580	565
Andre fordringer		1	512		9	339	60	157	140	120	5 308	6 611
Markedsbaserte aksjer		2 000	2 003	2 003	2 002							
Kasse/Bank/Post	6 404	7 613	6 686	11 071	10 306	7 065	8 500	13 964	12 827	18 950	10 520	11 671
Andre omløpsmidler	141											
Sum omløpsmidler	6 822	9 614	9 484	13 114	12 317	7 404	8 949	14 485	13 315	19 522	16 408	18 847
TOTALE EIENDELER	11 297	14 090	13 254	25 904	26 192	20 229	20 767	25 478	23 324	28 656	55 096	55 506
BALANSEREGNSKAP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Aksjekapital/Selskapskapital	600	600	600	600	600	600	600	600	6 900	6 900	100	7 000
Overkursfond											15 193	15 193
Annen innskutt egenkapital								6 300			6 900	
Annen egenkapital		5 697	7 942	7 615	7 470	7 479	7 779	7 230	10 990	14 034	5 071	7 858
Sum egenkapital	4 363	6 297	8 542	8 215	8 070	8 079	8 379	14 130	17 890	20 934	27 263	30 051
Utsatt skatt	536	613	580	629	834	1 025	1 141	1 196	1 199	1 159	9 475	8 949
Sum avsetninger til forpliktelser		613	580	629	834	1 025	1 141	1 196	1 199	1 159	9 475	8 949
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	1 925	1 225	525	4 750	3 750	2 750	1 750	750			12 000	10 800
Sum langsiktig gjeld	2 461	1 838	1 105	5 379	4 584	3 775	2 891	1 946	1 199	1 159	21 475	19 749
Leverandørgjeld	728	1 626	345	3 732	538	298	290	77	394	918	468	1 706
Betalbar skatt		1 453	1 301	1 793	2 082	527	1 351	2 181	1 457	1 614	2 499	884
Skyldige offentlige utgifter	999	863	947	1 752	2 325	1 577	2 240	3 176	2 119	2 231	3 341	2 557
Utbytte	1 350	2 000	1 000	5 000	6 000	1 820	3 472					
Kortsiktig konserngjeld												524
Annen kortsiktig gjeld	963	14	14	32	2 592	4 152	2 144	3 968	264	1 801	51	34
Sum kortsiktig gjeld	4 472	5 956	3 607	12 309	13 537	8 375	9 497	9 402	4 235	6 563	6 358	5 706
Sum gjeld	6 933	7 794	4 712	17 688	18 121	12 150	12 388	11 348	5 433	7 722	27 833	25 455
Sum egenkapital og gjeld	11 296	14 091	13 254	25 903	26 191	20 229	20 767	25 478	23 324	28 656	55 096	55 506

Tabell 5 Regina Fisk AS balanseregnskap fra 2010 til 2021.

BALANSEREGNSKAP	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Konsesjoner, patenter, lisenser	26 974	25 475	23 977	22 478	20 980	19 481	17 982	16 484	14 985	13 487	11 988	10 276
Utsatt skattefordel												102
Tomter, bygninger og eiendom	662	621	583	548	515	485						
Maskiner og anlegg												
Skip, rigger, fly og lignende	5 278	4 778	4 278	3 778	3 278	2 778	2 278	1 778	1 278	778	278	
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	565	111	151	119	161	107	62	38	31	25	18	11
Investeringer i aksjer og andeler	153	153	153	153	153	153	153	153	153			
Obligasjoner og andre langsiktige fordr.												
Andre fordringer	525	80										
Andre anleggsmidler												
Sum anleggsmidler	34 156	31 217	29 141	27 075	25 086	23 003	20 474	18 452	16 447	14 289	12 284	10 389
Kundefordringer	648	22	481	183	184	0						
Andre fordringer	10 115	5 309	877	932	926	1 047	1 176	1 487	1 240	431	648	463
Markedsbaserte aksjer												
Kasse/Bank/Post	16 413	26 681	29 051	21 903	23 406	28 421	26 783	28 307	20 925	11 137	24 783	26 386
Andre omløpsmidler												
Sum omløpsmidler	27 176	32 012	30 409	23 018	24 516	29 468	27 960	29 795	22 165	11 568	25 431	26 849
TOTALE EIENDELER	61 332	63 229	59 550	50 093	49 602	52 471	48 434	48 247	38 612	25 858	37 715	37 239
BALANSEREGNSKAP	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Aksjekapital/Selskapskapital	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Overkursfond	15 193	15 193	15 193	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993
Annen innskutt egenkapital												
Annen egenkapital	6 475	5 020	5 063	12 854	8 134	8 094	8 098	3 522	3 741	1 728	10 992	10 696
Sum egenkapital	28 668	27 213	27 256	28 847	24 127	24 086	24 091	19 515	19 734	17 721	26 985	26 689
Utsatt skatt	8 399	7 833	7 373	6 647	6 178	5 275	4 623	4 002	3 417	3 002	2 580	
Sum avsetninger til forpliktelser	8 399	7 833	7 373	6 647	6 178	5 275	4 623	4 002	3 417	3 002	2 580	
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	9 600	8 400	7 200	6 000	4 800	3 600	2 400	1 200				
Sum langsiktig gjeld	17 999	16 233	14 573	12 647	10 978	8 875	7 023	5 202	3 417	3 002	2 580	
Leverandørgjeld	882	816	428	573	2 066	726	379	1 088	571	264	447	154
Betalbar skatt			3 899	3 422	2 422	3 194	3 399	3 370	2 843	2 410	3 036	5 194
Skyldige offentlige utgifter	3 472	5 195	4 523	4 481	3 516	4 167	4 469	4 944	3 977	2 434	4 483	5 095
Utbytte			8 800		5 000	7 800	9 000	14 000	8 000			
Kortsiktig konserngjeld	10 216	13 686	95	95								
Annen kortsiktig gjeld	95	87	-23	29	1 494	3 624	74	129	70	26	185	107
Sum kortsiktig gjeld	14 665	19 783	17 721	8 600	14 497	19 510	17 320	23 531	15 462	5 135	8 151	10 550
Sum gjeld	32 664	36 016	32 294	21 246	25 475	28 385	24 343	28 733	18 878	8 137	10 730	10 550
Sum egenkapital og gjeld	61 332	63 229	59 550	50 093	49 602	52 471	48 434	48 247	38 612	25 858	37 715	37 239

4.3.1 Reorganisering av regnskapet

Det tradisjonelle finansielle regnskapet inneholder oversikt over selskapets resultatregnskap, balanseregnskap og kontantstrøm, men gir ikke innsikt i selskapets driftsrelaterte prestasjon og verdi. For foretak som benytter seg av *NRS 8 – god regnskapsskikk for små foretak* vil heller ikke regnskapet ha krav om å inneholde kontantstrøm. Selskapets balanse inneholder en blanding av operative eiendeler, ikke-operative eiendeler og finansieringskilder.

Resultatregnskapet kombinerer driftsinntekter fra selskapets driftsrelaterte aktiviteter, rentekostnader og inntekter, avskrivning av driftsmidler og andre finansielle poster som ikke er relevant til selskapets hovedaktiviteter (Koller et al., 2015). Det er derfor nødvendig å foreta en omgruppering av regnskapstallene. Omgrupperingen må gjøres fordi resultatregnskapet og balansen i sin vanlige form ikke er hensiktsmessig spesifisert for å benyttes i verdsettelsesanalyse (Gjesdal, 2007).

Regina Fisk AS' resultat- og balanseregnskap reorganiseres i driftsrelaterte og ikke-driftsrelaterte aktiviteter og finansieringskilder for å analysere selskapets økonomiske prestasjon (Koller et al., 2015). Det reorganiserte balanseregnskapet benyttes til å kalkulere investert kapital, fri kontantstrøm og ROIC. For beregning av NOPLAT benyttes det reorganiserte resultatregnskapet. I Tabell 6 og Tabell 7 presenteres Regina Fisk AS' reorganiserte resultat- og balanseregnskap for fullstendig analyseperiode. Beregningen av Regina Fisk AS' investerte kapital gjøres med hensyn til følgende formel:

$$IC = \text{driftsrelaterte anleggsmidler} + \text{driftsrelaterte omløpsmidler} \\ - \text{sum ikke rentebærende driftsrelatert gjeld}$$

Regina Fisk AS' netto investert kapital består av sum driftsrelaterte eiendeler, som utgjøres av driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelaterte omløpsmidler, fratrukket sum ikke-rentebærende driftsrelatert gjeld.

Tabell 6 Regina Fisk AS omorganisert resultat- og balanseregnskap fra 1998 til 2009.

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
Resultatregnskap omgruppert	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Sum driftsinntekter	13 122	14 257	16 106	19 826	24 877	15 249	17 020	22 932	18 625	22 708	25 572	24 446
Varekostnad	962	703	1 603	1 577	2 944	2 109	1 859	1 883	2 254	5 776	3 393	2 754
Lønnskostnader	4 306	4 061	4 716	6 110	7 592	5 542	6 010	7 511	7 129	7 360	8 791	8 429
Ordinære avskrivninger	129	154	611	308	1 031	1 018	1 007	1 006	997	989	1 027	2 534
Andre driftskostnader	5 918	4 114	4 875	5 978	5 661	4 240	2 935	4 525	3 362	3 480	3 842	7 688
Sum driftskostnader	11 315	9 032	11 805	13 973	17 228	12 909	11 811	14 925	13 742	17 605	17 053	21 405
EBIT	1 807	5 225	4 301	5 853	7 649	2 340	5 209	8 007	4 883	5 103	8 519	3 041
NOPLAT	1 301	3 762	3 097	4 214	5 507	1 685	3 750	5 765	3 516	3 674	6 134	2 190
Finansinntekter	278	396	533	840	852	487	121	181	364	544	675	240
Finanskostnader	202	158	321	178	359	280	91	201	27	30	541	495
Netto finans før skatt	76	238	212	662	493	207	30	-20	337	514	134	-255
Resultat før skatt	1 883	5 463	4 513	6 515	8 142	2 547	5 239	7 987	5 220	5 617	8 653	2 786
Utlignet skatt	-	1 529	1 269	1 842	2 286	718	1 467	2 236	1 461	1 574	3 582	-379
Årsresultat	1 883	3 934	3 244	4 673	5 856	1 829	3 772	5 751	3 759	4 043	5 071	3 165
Utbytte	1 350	2 000	1 000	5 000	6 000	1 820	3 472	-	-	1 000	-	-
Balanseregnskapet omgruppert	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsrelaterte immaterielle eiendeler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	29 971	28 472
Driftsrelaterte varige driftsmidler	4 255	4 112	3 626	12 661	13 843	12 825	11 818	10 852	9 856	8 866	8 564	7 529
Driftsrelaterte finansielle anleggsmidler	220	364	144	129	32	-	-	140	153	268	153	657
Driftsrelaterte anleggsmidler	4 475	4 476	3 770	12 790	13 875	12 825	11 818	10 992	10 009	9 134	38 688	36 658
Driftsrelaterte omløpsmidler	6 822	9 614	9 484	13 114	12 317	7 404	8 949	14 485	13 315	19 522	16 408	18 847
Sum driftsrelaterte eiendeler	11 297	14 090	13 254	25 904	26 192	20 229	20 767	25 477	23 324	28 656	55 096	55 505
Leverandørgjeld	728	1 626	345	3 732	538	298	290	77	394	918	468	1 706
Skyldige offentlige avgifter	999	863	947	1 752	2 325	1 577	2 240	3 176	2 119	2 231	3 341	2 557
Ikke-rentebærende driftsrelatert gjeld	1 727	2 489	1 292	5 484	2 863	1 875	2 530	3 253	2 513	3 149	3 809	4 263
Netto investert kapital	9 570	11 601	11 962	20 420	23 329	18 354	18 237	22 224	20 811	25 507	51 287	51 242
Samlet netto eiendeler (EV)	9 570	11 601	11 962	20 420	23 329	18 354	18 237	22 224	20 811	25 507	51 287	51 242
Egenkapital (inkl utbytte)	5 713	8 297	9 542	13 215	14 070	9 899	11 851	14 130	17 890	20 934	27 263	30 051
Langsiktig rentebærende gjeld	2 461	1 838	1 105	5 379	4 584	3 775	2 891	1 946	1 199	1 159	21 475	19 749
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 395	1 467	1 315	1 825	4 674	4 680	3 495	6 149	1 722	3 414	2 549	1 443
Sum gjeld og EK	9 569	11 602	11 962	20 419	23 328	18 354	18 237	22 225	20 811	25 507	51 287	51 243

Tabell 7 Regina Fisk AS omorganisert resultat- og balanseregnskap fra 2010 til 2021.

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %
Resultatregnskap omgruppert	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sum driftsinntekter	27 304	37 657	30 655	26 627	24 346	27 241	32 390	32 115	32 783	27 828	34 609	33 539
Varekostnad	3 111	3 169	3 045	2 999	3 479	1 944	2 789	3 292	3 939	3 403	2 192	3 142
Lønnskostnader	9 167	12 834	9 637	8 665	8 184	9 675	10 738	10 173	11 448	10 386	12 686	11 921
Ordinære avskrivninger	2 523	2 493	2 057	2 066	2 056	2 064	2 055	2 022	2 005	2 005	2 005	1 997
Andre driftskostnader	4 139	7 776	4 005	2 862	3 656	3 673	5 152	4 577	5 091	3 245	5 967	5 222
Sum driftskostnader	18 940	26 272	18 744	16 592	17 375	17 356	20 734	20 064	22 483	19 039	22 850	22 282
EBIT	8 364	11 385	11 911	10 035	6 971	9 885	11 656	12 051	10 300	8 789	11 759	11 257
NOPLAT	6 022	8 197	8 576	7 225	5 089	7 216	8 742	9 159	7 931	6 855	9 172	8 780
Finansinntekter	382	652	693	715	462	336	213	186	196	287	121	164
Finanskostnader	463	371	323	263	201	170	118	65	18	92	2	4
Netto finans før skatt	-81	281	370	452	261	166	95	121	178	195	119	160
Resultat før skatt	8 283	11 666	12 281	10 487	7 232	10 051	11 751	12 172	10 478	8 984	11 878	11 417
Utlignet skatt	2 310	3 266	3 439	2 696	1 953	2 290	2 747	2 750	2 258	1 996	2 613	2 512
Årsresultat	5 973	8 400	8 842	7 791	5 279	7 761	9 004	9 422	8 220	6 988	9 265	8 905
Utbytte	-	-	8 800	-	10 000	7 800	9 000	14 000	8 000	-	-	-
Balanseregnskapet omgruppert	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsrelaterte immaterielle eiendeler	26 974	25 475	23 977	22 478	20 980	19 481	17 982	16 484	14 985	13 487	11 988	10 378
Driftsrelaterte varige driftsmidler	6 505	5 510	5 012	4 445	3 954	3 370	2 339	1 816	1 309	802	296	11
Driftsrelaterte finansielle anleggsmidler	678	232	153	153	153	153	153	153	153	-	-	-
Driftsrelaterte anleggsmidler	34 157	31 217	29 142	27 076	25 087	23 004	20 474	18 453	16 447	14 289	12 284	10 389
Driftsrelaterte omløpsmidler	27 176	32 012	30 409	23 018	24 516	29 468	27 960	29 795	22 165	11 568	25 431	26 849
Sum driftsrelaterte eiendeler	61 333	63 229	59 551	50 094	49 603	52 472	48 434	48 248	38 612	25 857	37 715	37 238
Leverandørgjeld	882	816	428	573	2 066	726	379	1 088	571	264	447	154
Skyldige offentlige avgifter	3 472	5 195	4 523	4 481	3 516	4 167	4 469	4 944	3 977	2 434	4 483	5 095
Ikke-rentebærende driftsrelatert gjeld	4 354	6 011	4 951	5 054	5 582	4 893	4 848	6 032	4 548	2 698	4 930	5 249
Netto investert kapital	56 979	57 218	54 600	45 040	44 021	47 579	43 586	42 216	34 064	23 159	32 785	31 989
Samlet netto eiendeler (EV)	56 979	57 218	54 600	45 040	44 021	47 579	43 586	42 216	34 064	23 159	32 785	31 989
Egenkapital (inkl utbytte)	28 668	27 213	36 056	28 847	29 127	31 886	33 091	33 515	27 734	17 721	26 985	26 689
Langsiktig rentebærende gjeld	17 999	16 233	14 573	12 647	10 978	8 875	7 023	5 202	3 417	3 002	2 580	1
Kortsiktig rentebærende gjeld	10 311	13 772	3 970	3 546	3 915	6 817	3 472	3 499	2 914	2 437	3 221	5 301
Sum gjeld og EK	56 978	57 218	54 599	45 040	44 020	47 578	43 586	42 216	34 065	23 160	32 786	31 991

Driftsrelaterte kontra driftsfremmede balanseposter

For å beregne den økonomiske prestasjonen til selskapet må balansepostene skilles og omgrupperes. Det må skilles mellom selskapets driftsrelaterte- og driftsfremmede eiendeler ettersom disse vil verdsettes på forskjellige måter. Gjesdal (2007) forklarer driftsfremmede eiendeler til å som regel omfatte finansielle eiendeler. De finansielle eiendelspostene er ikke alltid like lett å identifisere i balanseregnskapet.

Det må gjøres en vurdering om beholdningen på de ulike balansepostene er driftsrelatert eller om de er driftsfremmede. Balanseposter bestående av investeringer som er knyttet i selskaper, kontanter og bankinnskudd, og er nødvendig for driften av selskapet, klassifiseres som driftsrelatert. Balanseposter hvor investeringer ikke representerer strategiske posisjoner, samt kontanter og bankinnskudd hvor beholdningen består av overskuddslikviditet vil kunne klassifiseres som driftsfremmede eiendeler. Regina Fisk AS' finansielle balanseposter i regnskapet består av *investeringer i aksjer og andeler og obligasjoner og andre langsiktige fordringer*, og klassifiseres som en del av selskapets driftsrelaterte eiendeler (Gjesdal, 2007). I tillegg inkluderes *bankinnskudd*. Dette forutsettes riktig da virksomheten er liten, ikke driver «bankvirksomhet», og hele kasse/bank-post antas å være driftsrelatert. Regnskapspostens relative størrelse til årlig omsetning, er i gjennomsnitt 66 prosent i analyseperioden.

Regina Fisk AS' driftsrelaterte anleggsmidler består av *immaterielle eiendeler, varige driftsmidler* og finansielle driftsmidler. Selskapets driftsrelaterte omløpsmidler er *sum omløpsmidler*, ettersom vi antar at midlene er satt av til å dekke kommende utgifter, eksempelvis utbytte og andre store kostnader. Driftsrelaterte eiendeler for selskapet er driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelaterte omløpsmidler.

Rentebærende- og ikke-rentebærende gjeld

Ved omgruppering av regnskapet må det skilles mellom rentebærende- og ikke-rentebærende gjeld (Gjesdal, 2007). Verdiskapningen til virksomheten består av driftsresultat og finansinntekter som genereres av selskapets driftsrelaterte- og driftsfremmede eiendeler. Avkastningen som skapes ved å benytte denne kapitalen, skal derimot ikke fordeles på all kapital, og andelen gjeld som ikke bærer rente utelukkes. Ikke-rentebærende gjeld er den gjeldsandelen som er knyttet direkte til den operasjonelle driften i virksomheten. Klassifiseringen av rentefri gjeld følger den regnskapsmessige behandlingen av gjelden og ikke dens iboende egenskap (Gjesdal, 2007).

En utfordring ved omgruppering av et regnskap er å klassifisere hvilke gjeldsposter som ikke er rentebærende og hvilke som er rentebærende. Åpenbare rentebærende kostnadsposter er for eksempel *gjeld til kredittinstitusjoner*, mens poster som *utsatt skatt*, *betalbar skatt* og *utbytte* kan være uklare. I slike tilfeller må det gjøres en vurdering rundt hvordan de ulike postene skal klassifiseres i det spesifikke verdsettelsestilfellet for en virksomhet (Jonassen & Møller, 2015).

Jonassen og Møller (2015) definerer utsatt skatt på følgende måte: “Utsatt skatt oppstår når det er forskjell mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier som representerer en økonomisk eiendel eller gjeld i form av redusert eller økt betalbar skatt i fremtiden”. Det må gjøres en vurdering om utsatt skatt klassifiseres som rentebærende gjeld eller ikke, etter vanlig regnskapsteori. Gjesdal (2007) argumenterer derimot for at utsatt skatt i stedet kan ses på som en justeringspost til andre eiendels- og gjeldsposter. Betalbar skatt krever også klassifisering, og er i likhet med utsatt skatt en gjeldsforpliktelse. Denne posten kan vurderes som hvilken som helst annen kostnad hvor leverandør gir kreditt på betalingen, og holdes utenfor ikke-rentebærende gjeld (Jonassen & Møller, 2015). I det omgrupperte regnskapet holdes både utsatt- og betalbar skatt utenfor, da det anses og forutsettes å være ikke-rentebærende, på bakgrunn av teori rundt temaet.

Utbytte er likvide midler som det er vedtatt at skal deles ut fra selskapet, og fører dermed til en reduksjon i selskapets kontantbeholdning. Det har vært vanlig å klassifisere foreslått utbytte som kortsiktig gjeld i det norske regnskapet. Dette er ikke i samsvar med IFRS sin definisjon av gjeld. Ved omgruppering av regnskapet for verdsettelsesanalyse vil derimot utbytte ikke kunne klassifiseres som del av den rentefrie gjelden. Siden utbyttet ikke er utbetalt vil det ikke inngå i selskapets sysselsatte kapital (Gjesdal, 2007). Det vil derfor være naturlig å inkludere utbytte i egenkapitalen, som gjøres i det omgrupperte regnskapet.

Selskapet kan ha fordringer eller gjeld i form av leverandørgjeld knyttet til investeringer til varige driftsmidler. Dette kan observeres i leverandørgjelden ved investering i nye driftsmidler og operasjonelle leieavtaler, eller det kan ses i balansen ved balanseføring av finansielle leasingavtaler (Jonassen & Møller, 2015). Operasjonell leasing eller leieavtale, er en kontrakt som gir rettigheter for bruk av driftsmidler uten at eierskapet til driftsmidlet overføres. Operasjonell leasing vil dermed kunne kostnadsføres over løpende leasingperiode.

Finansiell leasing er en kontrakt som gir rettigheter til å bruke driftsmidlet og gir eierskap til gitt driftsmidlet etter leasingperioden. Finansiell leasing vil dermed kunne balanseføres som om at eiendelen er kjøpt, og gir større økonomisk risiko og ansvar enn operasjonell leasing.

Ved beregning av investert kapital vil slike effekter kunne resultere i støy i verdsettelsesanalysen. Dersom dette foreligger må det vurderes om leverandørgjelden ved operasjonelle leieavtaler og finansielle leieavtaler ved investeringer filtreres ut og inngå som en justering i netto rentebærende gjeld (Jonassen & Møller, 2015). Det finnes ikke tilfeller av slike fordringer eller gjeldsposter i Regina Fisk AS' årsregnskaper, og det er dermed ikke nødvendig å filtrere ut en slik type post. Regina Fisk AS' ikke-rentebærende gjeld er *leverandørgjeld og skyldige offentlige avgifter*.

4.3.2 WACC og kostnad for aktiva

Ruback (2002) benytter følgende metode for å beregne WACC og kostnad for aktiva, K_A .

Kostnad for aktiva er bestemt av CAPM hvor:

K_D er kostnad for gjeld og beregnes slik: $K_D = R_F + \beta_D R_P$

K_E er kostnad for egenkapital og beregnes slik: $K_E = R_F + \beta_E R_P$

R_F = Risikofri rente, R_P = Markedets risikopremie, β_D = Gjeldsbeta og β_E = Egenkapitalbeta.

Den passende neddiskonteringsraten for å verdsette CCF er før skatt ettersom skattefordelene av gjeldsfinansiering er inkludert i CCF. WACC før skatt kan beregnes etter følgende formel:

$$Pre - tax WACC = \frac{D}{V} K_D + \frac{E}{V} K_E$$

Hvor:

V = Selskapsverdi

Ved å implementere CAPM for gjeld og egenkapital inn i «pre-tax WACC» formuleres en simplifisert versjon av WACC (Ruback, 2000).

$$Pre - tax WACC = R_F + \left(\frac{D}{V} \beta_D + \frac{E}{V} \beta_E \right) R_P$$

Beta aktiva, β_U er vektet gjennomsnitt av gjeld- og egenkapitalbeta. Beta aktiva er selskapets uvektede betaverdi uten påvirkning av gjeld og kapitalstruktur. β_U sammenligner risikoen til

det uvektede selskapet mot risikoen til markedet og egner seg når selskapets prestasjon ønskes målt uten å hensynta selskapets gjeld. β_U kan uttrykkes slik:

$$\beta_U = \frac{D}{V}\beta_D + \frac{E}{V}\beta_E$$

Med disse ligningene kan kostnad for aktiva beregnes ved følgende formel (Ruback, 2000):

$$K_A = \text{Pre-tax WACC} = R_F + \beta_U R_P$$

I formelen for å beregne kostnaden for eiendeler er kapitalstruktur ikke inkludert. Dette betyr at verdien av aktivabeta eller beta for eiendeler ikke lengre påvirkes av kapitalstruktur og dermed heller ikke endringer i kapitalstrukturen (Ruback, 2000). Ettersom det mangler børsnoterte selskap i sektoren, anser vi det akseptabelt å sette en betaverdi for aktiva på 1. Dette er i likhet med Rubacks (2000) beregninger. Ved å benytte en betaverdi på 1 antas det at selskapet svinger i likhet med markedet det opererer i (Koller et al., 2015). Gjeldsbeta settes til 0,2 da det anses å være liten risiko forbundet med gjeld, men fortsatt ikke fraværende. Dette gjøres med hensyn til Koller et al. (2015) og Rubacks (2000) betraktninger vedrørende risiko forbundet med å konstatere en gjeldsbeta.

WACC består av den vektete kostnaden for gjeld, etter skatt, og den vektete kostnaden for egenkapital. Kostnad for gjeld kalkuleres ved bruk av CAPM, og består av gjeldsbeta og markedspremie. Beregning av beta for egenkapital hensyntar selskapets kapitalstruktur. Formelen nedenfor viser beregningen, og baserer seg på komponentene; aktivabeta, gjeldsbeta, gjeldsandel, egenkapitalandel og total kapital:

$$\beta_E = \left(\beta_U - \frac{D}{V}\beta_D \right) / \frac{E}{V}$$

Den vektete kostnaden for kapital blir i praksis nesten lik kostnaden for egenkapital ettersom Regina Fisk AS i stor grad er finansiert med egenkapital. I Tabell 8 og Tabell 9 observeres det en liten prosentvis forskjell fra WACC og kostnad for egenkapital. WACC og kostnad for aktiva for hvert år av analyseperioden er beregnet i tabellene, og benyttes videre i analysedelen.

Tabell 8 Beregningen av Regina Fisk AS WACC fra 1998 til 2009.

Parametere	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Risikofri rente	5 %	6 %	6 %	6 %	6 %	5 %	4 %	4 %	4 %	5 %	4 %	4 %
Markedets risikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Skatterate	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
Betavverdier												
Beta aktiva	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta Gjeld	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Beta egenkapital	1,03	1,02	1,01	1,04	1,03	1,02	1,02	1,01	1,01	1,01	1,11	1,08
Kostnad												
Kostnad for aktiva	10,4 %	10,5 %	11,2 %	11,2 %	11,4 %	10,0 %	9,4 %	8,7 %	9,1 %	9,8 %	9,5 %	9,0 %
Kostnad for gjeld etter skatt	4,6 %	4,7 %	5,2 %	5,2 %	5,3 %	4,3 %	3,9 %	3,4 %	3,7 %	4,2 %	3,9 %	3,6 %
Kostnad for egenkapital	10,5 %	10,6 %	11,3 %	11,5 %	11,5 %	10,2 %	9,4 %	8,8 %	9,1 %	9,8 %	10,0 %	9,4 %
Kapitalstruktur												
Gjeldsandel av Enterprise value	3 %	2 %	1 %	5 %	4 %	3 %	2 %	1 %	1 %	1 %	12 %	9 %
Egenkapitalandel av Enterprise value	97 %	98 %	99 %	95 %	96 %	97 %	98 %	99 %	99 %	99 %	88 %	91 %
WACC	10,3 %	10,5 %	11,2 %	11,1 %	11,3 %	10,0 %	9,3 %	8,7 %	9,1 %	9,8 %	9,3 %	8,9 %

Tabell 9 Beregningen av Regina Fisk AS WACC fra 2010 til 2021.

Parametre	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Risikofri rente	4 %	3 %	2 %	3 %	3 %	2 %	1 %	2 %	2 %	1 %	1 %	1 %
Markedets risikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Skatterate	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %
Betavverdier												
Beta aktiva	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta Gjeld	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Beta egenkapital	1,07	1,05	1,05	1,04	1,03	1,02	1,02	1,01	1,01	1,01	1,01	1,00
Kostnad												
Kostnad for aktiva	8,5 %	8,1 %	7,1 %	7,6 %	7,5 %	6,6 %	6,3 %	6,6 %	6,9 %	6,5 %	5,8 %	6,4 %
Kostnad for gjeld etter skatt	3,3 %	3,0 %	2,2 %	2,6 %	2,6 %	1,9 %	1,7 %	2,0 %	2,2 %	1,9 %	1,4 %	1,9 %
Kostnad for egenkapital	8,8 %	8,4 %	7,3 %	7,8 %	7,7 %	6,7 %	6,4 %	6,7 %	6,9 %	6,5 %	5,9 %	6,4 %
Kapitalstruktur												
Gjeldsandel av Enterprise value	8 %	6 %	5 %	5 %	4 %	3 %	2 %	2 %	1 %	1 %	1 %	0 %
Egenkapitalandel av Enterprise value	92 %	94 %	95 %	95 %	96 %	97 %	98 %	98 %	99 %	99 %	99 %	100 %
WACC	8,4 %	8,0 %	7,1 %	7,5 %	7,5 %	6,5 %	6,3 %	6,6 %	6,9 %	6,5 %	5,8 %	6,4 %

I analysen brukes WACC etter skatt som avkastningskrav og neddiskonteringsfaktor for flere av analysemetodene i oppgaven. WACC etter skatt beregnes slik:

$$WACC = \frac{D}{V} K_D (1 - S) + \frac{E}{V} K_E$$

WACC har en synkende trend gjennom analyseperioden, hvilket vises i Tabell 8 og Tabell 9. Det kan forklares ved at risikofri rente har sunket fra 5 prosent ved start til 1 prosent i 2021. Skatterate har i de senere år falt fra 28 til 22 prosent, og gjeldsandel er igjen nesten ikke-eksisterende etter en topp ved investeringen i strukturvoter i 2008.

Regneeksempel under for WACC etter skatt i år 2021, hvor selskapet er 100 prosent egenkapitalfinansiert hvilket gir en WACC på 6,4 prosent. Formelen for å beregne WACC viser hvilken påvirkning kapitalstruktur har på Regina Fisk AS' kostnad for kapital. Regina Fisk AS har i analyseperioden en lav gjeldsgrad og selskapets kapital er i stor grad finansiert med egenkapital. At egenkapitalandel blir dominerende i WACC-beregning skyldes ny selskapsverdi, Enterprise Value, som er beregnet ved å benytte nåverdi av CCF-metode. Kapitalstrukturen som benyttes i WACC etter Rubacks (2002) metode forutsetter at egenkapitalandelen er Enterprise Value, fratrukket gjeld, fremfor bokført verdi av egenkapital. WACC i perioden 2015 til 2021 er konsis og har stabilisert seg på rundt 6 prosent. $WACC_{2021}$ er derfor representativt og akseptabelt avkastningskrav for Regina Fisk AS og vil av den grunn kunne benyttes videre for beregning av fremtidig terminalverdi i DCF-analysen.

$$WACC_{2021} = \frac{0\%}{100\%} \cdot 1,9\% + \frac{100\%}{100\%} \cdot 6,4\% = 6,4\%$$

Implisert WACC baserer seg på arbeidet til Terje Vassdal (T. Vassdal, Veiledning, 2023) etter inspirasjon av Ruback (2000). Vi benytter implisert WACC i tillegg til WACC etter CAPM-metode for å kontrollere at beregnet WACC er korrekt. Beregningen av implisitte WACC baserer seg på Enterprise Value formulert som V i formelen og representerer selskapets totale verdi utregnet etter FCF-, CCF- og RI-metode. Selskapets verdi, V_t kan utregnes ved å bruke fri kontantstrøm kalt FCF_t og V_{t+1} neddiskontert med vektet gjennomsnittlig kostnad for kapital, $WACC_t$ etter følgende formel:

$$V_t = \frac{V_{t+1} + FCF_t}{1 + WACC_t}$$

Formelen tar utgangspunkt i at V_t er ukjent verdi og V_{t+1} , FCF_t og $WACC_t$ er kjente verdier. Fra analyse av salget av Regina Fisk AS med FCF-, CCF- og RI-metode er FCF og selskapets verdi kjente faktorer. Hvis det antas at V_t , FCF_t og V_{t+1} dermed er kjent, men at $WACC_t$ er ukjent kan formelen omformuleres slik:

$$WACC_t = \frac{V_{t+1} + FCF_t}{V_t - 1}$$

Ved bruk av T. Vassdals metode for beregning av implisert WACC, er resultatet identisk med beregning av WACC etter CAPM. De to ulike metodene benyttes derfor til å kontrollere hverandre i analysedelen

4.4 Kvantitative metoder

For å innhente nøkkeltallene vi anser som nødvendig for å gjøre en verdsettelsesanalyse, har vi benyttet ulike metoder, med bakgrunn det omgrupperte regnskapet. Studiets analyse er utført ved å benytte «Free Cash Flow», «Capital Cash Flow», «Residual Income» og «Discounted Cash Flow». I tillegg til å utarbeide resultater og nøkkeltall, virker de kontrollerende overfor hverandre, foruten DCF, kort for «Discounted Cash Flow». DCF-metoden benyttes til å utføre scenarioanalyse, som et alternativ til salg i 2021.

4.4.1 Free Cash Flow

Koller et al. (2010) forklarer at «Free Cash Flow», også kalt fri kontantstrøm-metode, benyttes i verdsettelsesanalyser med utgangspunkt i å analysere et selskaps evne til å generere frie kontantstrømmer. De fremtidige anslåtte frie kontantstrømmene neddiskonteres ved stadfestet WACC, avkastningskravet for kapitalkostnaden. Den kalkulerte, frie kontantstrømmen er dermed kontantstrømmen som er tilgjengelig for alle investorene, etter skatt. Ved beregning av fri kontantstrøm ekskluderes kontantstrømmer som er tilknyttet ikke-operasjonelle aktiviteter. Ifølge Koller et al. (2010) utgjør fri kontantstrøm NOPLAT og ikke-finansielle operasjonelle utgifter som avskrivninger, fratrukket netto endring i investert kapital for aktuell periode. Dersom den frie kontantstrømmen er positiv, betyr det at selskapet genererer midler som kan benyttes til å gjøre investeringer, uten å måtte innhente ny kapital eller selge eiendeler.

$$FCF = NOPLAT + Ikke - finansielle operasjonelle utgifter - CapEx$$

Hvor CapEx, kort for «capital expenditure» er:

$$CapEx = IC_t - IC_{t-1} + Avskrivninger_t$$

Ved beregning av fri kontantstrøm for Regina Fisk AS forenkles formelen, da virksomhetens ikke-finansielle operasjonelle utgifter er lik avskrivningene:

$$FCF = NOPLAT_t + Avskrivninger_t - (IC_t - IC_{t-1} + Avskrivninger_t)$$

Hvilket gir:

$$FCF = NOPLAT_t - (IC_t - IC_{t-1})$$

Selve analysen av en fri kontantstrøm gjennomføres vanligvis for å predikere selskapets evne til å generere frie kontantstrømmer i et fremtidig perspektiv. Lovende fremtidsutsikter gir en indikasjon på at selskapet besitter evnene til å være lønnsom, og dermed frembringe avkastning til investorene. Den positive prognosen om verdiskapning er en helt sentral driver for verdsetting, hvilket Koller et al. (2010) understøtter ved å kalle den neddiskonterte verdien av fremtidige kontantstrømmer for selve verdien av et selskaps virksomhet. Potensielle investorer ønsker avkastning på sin investering, og er mer interessert i den fremtidige avkastningen kontra den historiske avkastningen som har tilfalt tidligere investorer. Deres ønske om avkastning, samt kreditorenes krav til tilbakebetaling, er årsaken til at neddiskontering gjøres ved bruk av WACC, som hensyntar det totale avkastningskravet for selskapet (Koller et al., 2010). I analyseperioden 1998-2021 beregnes historisk fri kontantstrøm for hvert år, for å undersøke kontantstrømmene Regina Fisk AS har generert. Fri kontantstrøm neddiskonteres med årlig kalkulert WACC for å finne selskapsverdi:

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{\prod_{k=1}^t (1 + WACC_k)}$$

Kalkulering av nåverdi FCF ved bruk av varierende WACC utføres etter metode utarbeidet av Miles og Ezzell (1980). Deres artikkel argumenterer for at formelen er korrekt å benytte når WACC varierer fra år til år. Dersom virksomheten hadde klart å holde WACC konstant, ville formelen gitt likt resultat som normal formel, ved samme WACC for hvert år, hvilket er:

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

4.4.2 Capital Cash Flow

«Capital Cash Flow», også kalt CCF, er en verdsettingsmetode som baserer seg på å beregne selskapsverdi ved å analysere kontantstrømmene i en virksomhet, på lik linje med FCF. Kontantstrømmene inkluderer all kapital tilgjengelig for kapitalutstedere, og verdien av skatteskjold inkluderes (Ruback, 2002). Ved en normal kapitalstruktur representerer CCFs kontantstrøm kontantene som er tilgjengelig for aksjonærene, samt rentebetalinger til kreditorer. Skilnaden mellom Capital Cash Flow- og den mer allment kjente Free Cash Flow-metoden er behandlingen av skatteskjold, som inkluderes i CCF-metoden, men ikke i FCF-metoden. Siden skatteskjold er inkludert i kontantstrømmen, neddiskonteres hele kontantstrømmen på kostnad for aktiva, hvilket påvirkes av aktivabeta. Diskonteringsfaktor er

en annen viktig forskjell, hvor det i FCF-metoden benyttes WACC, i kontrast til nevnte kostnad for aktiva for CCF-metoden (Ruback, 2002).

Selv om FCF- og CCF-metoden har ulikheter knyttet til behandlingen av skatteskjold, vil beregnet selskapsverdi gi likt resultat for de begge. Grunnen til at de tilsvarer i hverandre skyldes at det foretas samme konsistente antakelser ved beregning av de ulike kontantstrømmene. Simpelheten ved å benytte CCF-metoden pekes av Ruback (2002) på som et moment til hvorfor den i noen tilfeller kan være mer passende enn FCF-metoden. Større endringer i kapitalstrukturen i løpet av analyseperioden vil gi implikasjoner rundt beregning av en konstant WACC. Det argumenteres dermed av Ruback for CCF-metoden og bruk av kostnad for aktiva i slike tilfeller. Kostnad for aktiva påvirkes som tidligere nevnt av aktivabeta, og ikke ved endring i kapitalstrukturen. I virksomheter med varierende kapitalstruktur kan derfor CCF-metoden benyttes uten å måtte re-estimere diskonteringsfaktoren for hver periode.

$$CCF = FCF + skatteskjold$$

Eller

$$CCF = FCF + S \cdot k_D D$$

Hvor:

FCF = Fri kontantstrøm

S = Skatterate

K_D = Kostnad for gjeld

D = gjeld

Beregning av selskapsverdi ved bruk av Capital Cash Flow-metoden kan utføres på to forskjellige måter, avhengig av om kontantstrømmen har sitt utgangspunkt i netto inntekt, «net income», eller driftsresultat, EBIT. De ulike veiene har Ruback (2002) valgt å kalle «The NI Path» og «The EBIT Path». I vår analyse benyttes førstnevnte, hvor utgangspunktet er netto inntekt. Netto inntekt inkluderer alle skattefordeler da forventede renter på gjeld er fratrukket inntekt før skatt, og deretter tillagt skatt. Forventede renter på gjeld er kalkulert ved å benytte faktisk finansiering fra aktuell regnskapsperiode, og kostnad for gjeld. Slik kalkuleres virksomhetens tilgjengelige kontantstrøm. Virksomheten har kontantene tilgjengelig til å kunne utføre eksempelvis nedbetaling av gjeld. Forventede renter på gjeld tillegges avslutningsvis den tilgjengelige kontantstrømmen til virksomheten. Resultatet er en Capital Cash Flow, en kontantstrøm tilgjengelig for alle kapitalutstedere etter skatt. Deretter

neddiskonteres kontantstrømmen på kostnad for aktiva for å beregne nåverdi, og ved å summere nåverdiene gjennom hele perioden, kalkuleres selskapsverdi. For Regina Fisk AS neddiskonteres Capital Cash Flow med årlig kalkulert kostnad for aktiva:

$$V_0^{CCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CCF_t}{\prod_{k=1}^t (1 + K_{A_k})}$$

Hvor:

K_A = Kostnad for aktiva

4.4.3 Residual Income

Virksomheter som er veldrevet opparbeider seg gjerne resultater som overgår kapitalkostnaden, hvilket betyr at kapitalutstedere og kreditorer har fått sin del av avkastning, og resten er merverdi. I disse tilfellene er det interessant å undersøke hvor mye av resultatet som tillegges kapitalkostnaden, og hvor mye som er rent residualt resultat, norsk for «Residual Income». For at et selskap skal oppnå residualfortjeneste må $ROIC > WACC$. Dersom $ROIC = WACC$ vil avkastningen dekke kapitalkostnaden, men ikke skape superprofitt. Metoden kalles gjerne *superprofittmetoden*, etter Edwards og Bell. En viktig forutsetning for at en meravkastningsmodell som Residual Income skal fungere og være rettvise, er at «dirty surplus» unngås. Dirty surplus forekommer i regnskaper hvor ikke alle inntekter, kostnader, gevinster og tap føres direkte i resultatregnskapet, men heller direkte til egenkapitalen (Kinserdal, 2017). Formelen for RI er:

$$\text{Residual Income} = \text{Resultat} - \text{Kapitalkostnad}$$

Eller

$$RI = NOPLAT_t - WACC \cdot IC_{t-1}$$

Kapitalkostnad i RI-metoden beregnes ved å multiplisere kapitalkostnadskravet med inngående beholdning av bokført verdi (Gjesdal & Johnsen, 2010). Dersom RI-metoden benyttes til verdsettelse av en virksomhet, må RI neddiskonteres ved bruk av WACC, før nåverdiene av RI for hele perioden summeres og legges til den bokførte verdien på verdsettelsestidspunktet. Differansen mellom den kalkulerte selskapsverdien ved bruk av RI-metoden, og den bokførte verdien av selskapet, kalles ofte goodwill. Gjesdal og Johnsen (2010) argumenterer for at bruken av ordet ikke stemmer riktig overens med den regnskapsmessige definisjonen av begrepet, og anser heller *merverdi* som et mer passende

uttrykk. Beregning av Regina Fisk AS' RI er mer komplisert enn ved vanlig beregning av RI, da WACC ikke er konstant gjennom hele perioden. Formelen for selskapsverdi gitt RI er:

$$V_0^{RI} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(NOPLAT_t - WACC_t \cdot IC_{t-1})}{\prod_{k=1}^t (1 + WACC_k)}$$

Det har vært reist spørsmål om implikasjoner forbundet med RI-metoden, blant annet om metoden bør være inflasjonsjustert for å være rettvise. Ritter og Warr (2002) undersøkte i deres artikkel om aksjeprisene var undervurdert i tider med høy inflasjon, og mente de fant bevis som støttet deres hypotese. O'Hanlon og Peasnell (2004) har i senere tid undersøkt hypotesen ved å teste to modeller som baserte seg på regnskapslitteratur med fokus på inflasjon. Den ene av modellene er formulert av nettopp Ritter og Warr. Resultatet av deres forskning var at de ikke fant noen bevis for at RI-metoden måtte utføres med hensyn til inflasjonsjusterte betingelser. De konkluderte dermed med at inflasjon kun ville komplisere metoden, og øke sannsynligheten for feil ved gjennomføring.

Signifikante forutsetninger gjort i henhold til beregning av RI, er å sette $IC_0 = IC_{1998}$, basert på forutsetninger etter Ohlson og Juettner-Nauroths arbeide (2005). Det er også tatt forutsetning om å fjerne summen av IC_{2021} fra $NOPLAT_{2021}$ da verdien antas å inngå i salgssummen, og dermed ellers hadde blitt dobbelt medregnet i utregning.

4.4.4 Sammenheng

Sammenhengen mellom verdsetting med diskontering av FCF-, RI- og CCF-metoden vises nedenfor, ved først å vise sammenhengen $V^{FCF} = V^{RI}$, gitt Vassdal (2015), med inspirasjon av Ohlson og Juettner-Nauroth (2005). For enkelhets skyld skrives $\prod_{k=1}^t (1 + WACC_k) = (1 + WACC_k)^t$, da WACC er varierende for hvert år i analysen, og forkortes igjen til R. R er dermed diskonteringsfaktoren. Ved å sette inn minimum én konstant, skapes en formel med nettoverdi lik null. Dersom vi har en tilfeldig tallrekke $y = (y_0, y_1, y_2, y_3, \dots, y_{\infty})$, er alltid følgende oppfylt:

$$0 = y_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (y_t - R \cdot y_{t-1}) \cdot R^{-t} \quad (1)$$

når $\lim_{t \rightarrow \infty} y_t \cdot R^{-t} = 0$

Ved å tolke y som IC, kan ligning (1) alternativt skrives:

$$0 = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (IC_t - R \cdot IC_{t-1}) \cdot R^{-t} \quad (1)'$$

Formelen for V_0^{FCF} omskrives fra:

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{\prod_{k=1}^t (1 + WACC_k)}$$

Til:

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} FCF_t \cdot R^{-t}$$

Før ligning (1)' med verdi 0 settes inn:

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} FCF_t \cdot R^{-t} + IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (IC_t - R \cdot IC_{t-1}) \cdot R^{-t} \quad (2)$$

Deretter omgrupperes formelen:

$$V_0^{FCF} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (FCF_t + IC_t - R \cdot IC_{t-1}) \cdot R^{-t} \quad (3)$$

Det er gitt fra tidligere at $FCF_t = NOPLAT_t - (IC_t - IC_{t-1})$, og denne settes inn for FCF_t i ligning (3):

$$V_0^{FCF} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (NOPLAT_t - IC_t + IC_{t-1} + IC_t - R \cdot IC_{t-1}) \cdot R^{-t} \quad (4)$$

Ligning (4) forenkles deretter til:

$$V_0^{FCF} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (NOPLAT_t + (1 - R) \cdot IC_{t-1}) \cdot R^{-t} \quad (5)$$

Ettersom $R = (1 + WACC_k)^t$ vil $(1-R) = (1 - (1 + WACC_k)^t) = 1 - 1 - WACC_k^t = -WACC_k^t$, som settes inn for $(1-R)$:

$$V_0^{FCF} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (NOPLAT_t - WACC_k^t \cdot IC_{t-1}) \cdot R^{-t} \quad (6)$$

Ved å skrive ligning (6) om, til følgende formel, oppnås ønsket resultat:

$$V_0^{FCF} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(NOPLAT_t - WACC_k^t \cdot IC_{t-1})}{(1 + WACC_k)^t} = V_0^{RI} \quad (7)$$

Ligning (7) viser dermed sammenhengen mellom $V^{FCF} = V^{RI}$.

Videre kan sammenhengen mellom $V^{FCF} = V^{CCF}$ ved hjelp av Ruback (2002) forklares på følgende måte:

$$V_0^{CCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CCF_t}{(1 + K_{A_k})^t} \quad (1)$$

For enkelhets skyld er $\prod_{k=1}^t (1 + K_{a_k}) = (1 + K_{a_k})^t$. Formelen kan skrives om til:

$$V_0^{CCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF + S \cdot K_D D}{(1 + (R_f + \beta_U R_p))} \quad (2)$$

Også V^{FCF} kan skrives om fra:

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{\prod_{k=1}^t (1 + WACC_k)} \quad (3)$$

Til:

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + (\frac{D}{D+E} K_D (1-S) + \frac{E}{D+E} K_E))} \quad (4)$$

WACC dekomponeres til pre-tax WACC, og settes inn i ligning (4):

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + (R_F + (\frac{D}{V} \beta_D + \frac{E}{V} \beta_E) R_P - S \cdot K_D D))} \quad (5)$$

Som tidligere nevnt er pre-tax WACC = K_a , som settes inn i ligning (5)

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + (K_A - S \cdot K_D D))} \quad (6)$$

Deretter multipliseres begge sider med nevneren i ligning (6):

$$V_0^{FCF} (1 + (K_A - S \cdot K_D D)) = \sum_{t=1}^{\infty} FCF_t \quad (7)$$

Deretter legges $S \cdot K_D D$ til begge sider av ligningen, og det deles på $(1 + K_a)$:

$$V_0^{FCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t + S \cdot K_D D}{(1 + K_{A_k})^t} = V_0^{CCF} \quad (8)$$

Det er dermed bevist at $V^{FCF} = V^{RI}$ og $V^{FCF} = V^{CCF}$, hvilket vil si at $V^{RI} = V^{FCF} = V^{CCF}$.

Den beviselige sammenhengen gir dermed mulighet til å beregne Regina Fisk AS' selskapsverdi ved å benytte de ulike metodene, og kontrollere de mot hverandre i analysen.

4.4.5 Discounted Cash Flow

Discounted Cash Flow-metoden benyttes for å finne selskapets verdi ved å neddiskontere fremtidige fri kontantstrømmer. Kontantstrømmene er tilgjengelig for alle investorer, og neddiskonteres ved den vektete kostnaden for kapital, WACC (Koller et al., 2015). For å estimere fremtidige kontantstrømmer benyttes selskapets historiske prestasjon. Selskapets historiske prestasjon gir mulighet til å analysere hvordan selskapet har skapt verdi, vokst og presterer sammenlignet med konkurrenter (Koller et al., 2015). De viktigste driverne ved bruk av Discounted Cash Flow er ROIC, vekst og FCF.

Verdien til et selskap ved bruk av DCF-metoden består av fri kontantstrøm i eksplisitt prognoseperiode og fri kontantstrøm etter endt eksplisitt prognoseperiode. Nåverdi av fri kontantstrøm i den eksplisitte prognoseperioden kan uttrykkes slik:

$$\text{Eksplisitt periode}_t = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Estimering av fri kontantstrøm i eksplisitt periode estimeres basert på det reorganiserte regnskapet og hensyntar vekst, nye investeringer eller endringer i investeringer og prognose for bransje og marked. For å predikere fri kontantstrøm estimeres NOPLAT til et normalisert nivå av driftsinntekter og en bærekraftig driftsmargin. Ved estimering av avskrivninger i prognoseperiode, kan enten prosent av anleggsmidler eller driftsinntekter benyttes. Hvis det er nødvendig med nye investeringer for videre drift, kan det utarbeides en ny prognose basert på nødvendig investering og følgende en avskrivningsplan som følger en fornuftig økonomisk levetid (Koller et al., 2015).

Vekst i eksplisitt prognoseperiode settes til gjennomsnittlig vekst for NOPLAT i analyseperioden. WACC for prognose- og vedvarende periode må settes med tanke på å hensynta en bærekraftig kapitalstruktur, og et underliggende estimat av selskapets risiko konsistent med industriens forhold (Koller et al., 2015). Det forutsettes at en investering i fartøy er nødvendig for videre drift av Regina Fisk AS, da nåværende fartøy nærmer seg 60 år. Prisen for fartøyet baserer seg på fartøykjøpet av en 84 meter ringnotsnurper til omtrent 400 millioner ifølge Halstensen-gruppen, et annet rederi innenfor ringnotflåten (Fiskeribladet, 2022b). Med hensyn til å skape et scenario som anses så realistisk som mulig, benyttes ovennevnte investering i nytt ringnotfartøy som referanseinvestering.

Investeringen i fartøy vil føre til en økning i investert kapital og en ny avskrivningskostnad som følge av fartøykjøpet. Med hensyn til Statistisk sentralbyrås (u.å.b) tabell utarbeidet for å vise gjennomsnittlig økonomisk levetid for diverse driftsmidler, stadfestes det til å være 19,5 år for *skip, fartøy, rigger m.v.* 30 års avskrivningstid oppgis i samme tabell som maksimum økonomisk levetid. I prognoseperioden vil avskrivningsperioden settes til en fornuftig økonomisk levetid på 30 år, da det er i tråd med SSB, og bransjens utvikling som tilsier at gjennomsnittlig alder for fartøy øker. I henhold til Riksrevisjonens (u.å) rapport har gjennomsnittsalder for fartøy i ringnotgruppen økt fra 13,4 til 17,8 år i perioden 2004-2018. Avskrivninger vil ikke endre seg i prognoseperioden ettersom det antas at investeringen i fartøyet er en engangsinvestering og det vil være lenge til det er et behov for en ny investering av større karakter.

$$\text{Investert kapital}_t - \text{Investert kapital}_{t-1} = -\text{Avskrivninger}_t$$

Endring i investert kapital er lik summen av avskrivninger, og gjør at FCF består av summen av NOPLAT og avskrivninger.

$$FCF_t = NOPLAT_t + \text{Avskrivninger}_t$$

I tillegg til summert nåverdi av fri kontantstrøm i eksplisitt periode vil selskapet regnes til å ha en verdi etter endt periode. Denne verdien kalles for terminalverdi eller verdi for vedvarende periode. Terminalverdien representerer tiden etter endt prognoseperiode og dermed selskapets evige verdi, med forutsetning om drift i all overskuelig fremtid. Nåverdi av fri kontantstrøm etter endt eksplisitt periode blir definert av Koller et al. (2015) slik:

$$\text{Terminalverdi}_T = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

Hvor:

$NOPLAT_{t+1}$ = NOPLAT i første år etter den eksplisitte prognoseperioden.

g = Forventet vekstrate i evig tid

RONIC = Forventet avkastning på ny investert kapital

WACC = Kostnad for kapital

Selskapets verdi ved bruk av DCF-metoden, V^{DCF} , defineres dermed slik:

$$V^{DCF} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

Estimering av terminalverdi krever en prognose av NOPLAT i året etter eksplisitt periode, og en langsiktig prognose av avkastningen for den nye investerte kapitalen, RONIC. RONIC må estimeres til et normalisert nivå etter forventet konkurransemessige forhold. I et marked hvor det er høy grad av konkurranse kan RONIC settes lik WACC (Koller et al., 2015). Ettersom selskapet har fisketillatelse og ingen direkte konkurranse annet enn oppkjøp vil det kunne antas at RONIC for terminalverdien er lik ROIC for analyseperioden 1998 til 2021. Det forutsettes derimot at Regina Fisk AS må investere i fiskefartøy for å drifte selskapet videre, og den investerte kapitalen og herunder ROIC må derfor korrigeres som følge av investeringen. RONIC beregnes som gjennomsnittlig ROIC i prognoseperioden 2021-2026, basert på investert kapital etter investering i nytt fartøy:

$$RONIC = \frac{ROIC_{2022} + ROIC_{2023} + ROIC_{2024} + ROIC_{2025} + ROIC_{2026}}{5}$$

Norges Bank (2023) setter sitt mål for pengepolitikken til at årlig vekst i konsumpriser skal være nær 2 prosent over tid. Vedvarende vekst settes til gjennomsnittet av konsumprisindeksen fra og med 1998 til 2021, og antas å være forenlig med teori om at virksomheten på sikt oppnår en stabil tilstand, gjerne kalt «steady state». Vekstraten til selskapet vil som oftest stabilisere seg lik industriens vekst på lang sikt, ettersom det er lite sannsynlig at selskapet vokser raskere enn økonomien over lengre perioder. Vekst som overstiger realveksten i verdensøkonomien, vil på svært lang sikt resultere i at selskapet utgjør hele verdensøkonomien (Koller et al., 2015). I tillegg kreves en fornuftig WACC, lik prognoseperioden. WACC i DCF-analyse settes lik WACC for år 2021.

5 Analyse

Analysen bidrar til studiet ved å omgjøre generell data til resultater, som bidrar til å besvare problemstillingen. I analysedel foretas det først en analyse av Regina Fisk AS mot bransjesnittet for å kartlegge hvordan selskapet er organisert og dets finansielle stilling mot resten av bransjen. Deretter foretas analyse av selskapets historiske utvikling ved bruk av RI-, FCF- og CCF-metoden. ROIC analyseres med og uten goodwill, ved bruk av ny Enterprise Value. Scenarioanalyse av selskapets fremtidige utvikling dersom de heller hadde driftet videre fremfor å selge, utføres så ved bruk av DCF-metoden.

5.1 Bransjesnitt

Data som benyttes for bransjen i denne seksjonen er hentet fra Fiskeridirektoratets (2022b) tidsserie *fartøygrupper, 2003-2021*. Tidsserien er en lønnsomhetsundersøkelse for fiskeflåten, og viser veid gjennomsnitt per fartøy for diverse fartøygrupper, hvilket gir mulighet til å fokusere kun på ringnotsnurpere. Tallene som benyttes baserer seg på årsoppgaveskjema som mottas fra fartøyeierne, i tillegg til årsregnskap. Fra og med 1998 benytter Fiskeridirektoratet (u.å) en egen estimeringsmetode utarbeidet av Statistisk sentralbyrå, for å utarbeide lønnsomhetstallene i undersøkelsen. Metoden baserer seg på å estimere totalsummer for hver av de ulike undersøkelsesvariablene, som justeres med et forholdstall. I analysen benyttes benevninger som *fiskefartøy* og *fisketillatelser*, fremfor *fartøy* og *konsesjoner*. Dette gjøres med hensyn til å følge benevningene Fiskeridirektoratet benytter i lønnsomhetsundersøkelsen.

Feilkilder identifiseres til å være at tidsserien kan inneholde feil ettersom utvalget i gruppen endrer seg gjennom analyseperioden, da nye fartøy entrer markedet og andre blir tatt ut grunnet eksempelvis strukturering. Det er i tillegg noen forskjeller i oppsettet av regnskapene, hvor enkelte regnskapsposter vurderes eller er navngitt forskjellig enn i Regina Fisk AS' regnskap. Det er dermed enkelte regnskapsposter i selskapets regnskap som ikke gir tilstrekkelig informasjon til å sammenligne mot bransjetallene. I analysen sammenlignes poster som er mest relevant og som er mulig å verifisere. Det observeres av bransjens regnskapstall at kostnadssiden er mer detaljert enn hos Regina Fisk AS. Postene som ikke kan verifiseres og sammenlignes samles dermed under *andre kostnader*. Fiskeridirektoratet (u.å) har i lønnsomhetsundersøkelsen tatt en forutsetning for utarbeiding av lønnsomhetstallene, og fjernet deler av den totale populasjonen. Fartøyene som ekskluderes ses som ikke-representativ da de har en inntjening fra fangst under et visst minimumskrav, og filtreres ut

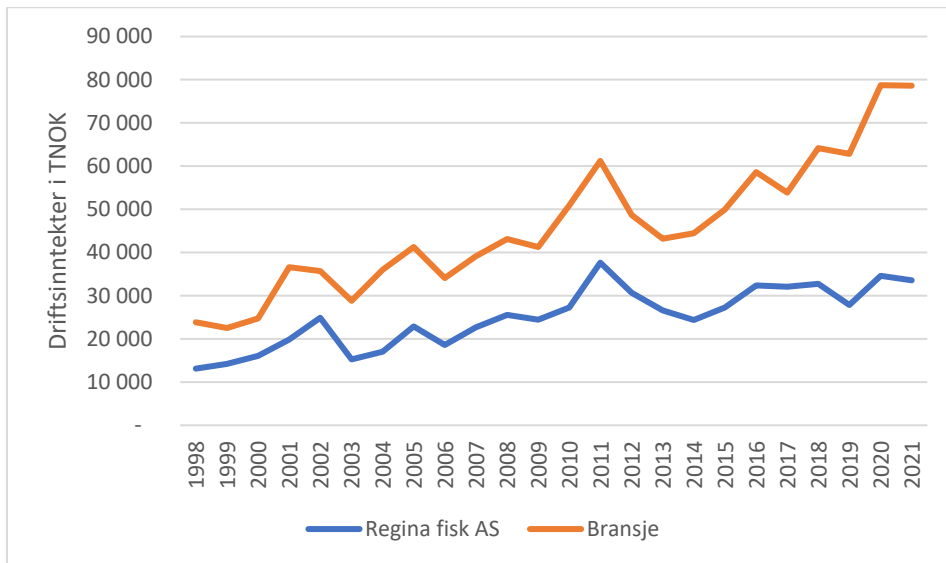
for å unngå støy i undersøkelsen. Den ekskluderte part utgjør omtrent 10-20 fartøy hvert år i perioden, fra en total populasjon som varierer fra 89 fartøy i 2003, til 70 fartøy i 2021.

Vekst i omsetning grunnet prisøkning har vært signifikant de siste 20 årene, og omtrent firedoblet seg fra 2 kroner per kg i 2000, til 8 kroner per kg i 2021 for ringnotfartøy. Gitt lønnsomhetsundersøkelsen foretatt av fiskeridirektoratet for ringnotsnurpere, har veid gjennomsnitt av driftsinntekter per fartøy i samme periode økt fra 24 779 TNOK til 78 600 TNOK (Fiskeridirektoratet, 2022b). I perioden har fartøygruppen minket fra 79 fartøyer til 56 fartøyer som er tatt med i utvalget. På samme tid har det vært en markant økning i gjennomsnittlig regnskapsmessig verdi av konsesjoner, hvilket tyder på at minkingen i populasjonen har ført til strukturering og dermed høyere omsetning per fartøy.

Ved å sammenligne Regina Fisk AS mot bransjesnittet, er det betydelige og interessante sprik. Gjennomsnittlige driftsinntekter for et fartøy i ringnotgruppen i 2021 var 78 600 TNOK, hvilket er over dobbelt så høye driftsinntekter som Regina Fisk AS' 33 539 TNOK. Det samme gjelder for driftskostnader, hvor gjennomsnittet er 57 043 TNOK, mot 22 282 TNOK. Lønnskostnadene er også betydelig lavere med 11 921 TNOK, mot et gjennomsnitt på 19 841 TNOK. Et av de største avvikene er knyttet til sum eiendeler, hvor flåtegjennomsnittet for eiendelssiden i balansen er 330 174 TNOK. Regina Fisk AS' totale eiendeler beløper seg kun til 37 238 TNOK, hvilket er omtrent 9 ganger lavere. Sammenligningen gir et bilde av Regina Fisk AS som en liten aktør sett mot gjennomsnittet i fartøygruppen.

De betydelige forskjellene kan også vitne om at det gjennomsnittlige fartøy i flåten er i et annet livsstadium enn Regina Fisk AS. Ved å ta forutsetning om at selskapet har fulgt regnskapslovens § 5-3 som fastsetter at; "anleggsmidler som har begrenset økonomisk levetid, skal avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan". Av forutsetningen kan det dermed konkluderes med at fartøyet nå har forbigått sin optimale økonomiske levetid, og er i slutten av sin livssyklus. Å sammenligne bransjesnittet mot Regina Fisk AS' senere regnskapsår er derfor til dels misvisende grunnet de forskjellige livsstadier som ikke tas høyde for. Disse faktorene bidrar til at Regina Fisk AS ikke kan generaliseres ut over resten av bransjen. Selskapet anses heller å være en ekstremverdi i utvalget. En eventuell generalisering kan heller tenkes å være passende mot andre eldre fartøy i utvalget.

Driftsinntekter

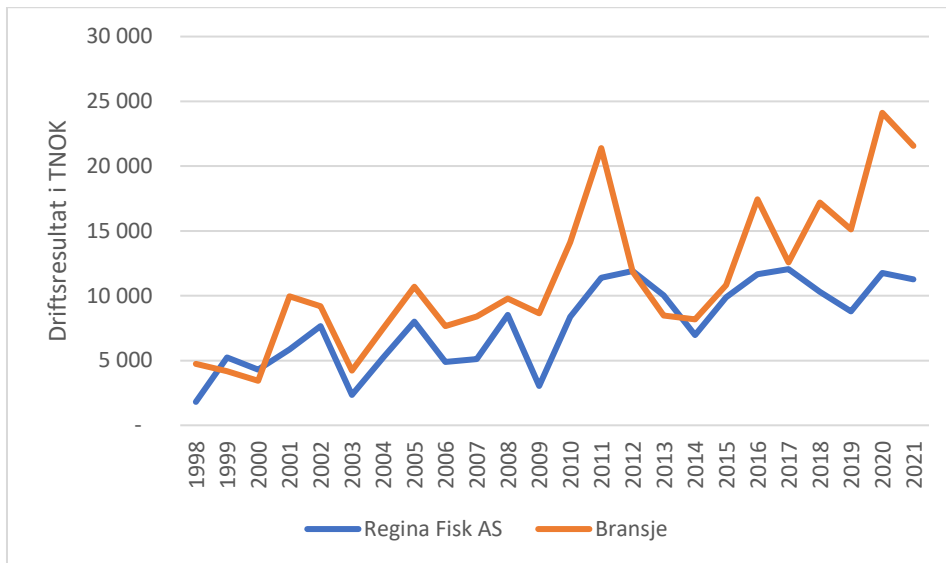


Figur 5 Driftsinntekter for Regina Fisk AS og bransjesnittet for ringnotflåten.

(Fiskeridirektoratet, 2022b).

Regina fisk AS' driftsinntekter er i tidsperioden 1998-2021 betydelig lavere enn det veide gjennomsnittet i fartøygruppen. Fartøygruppens driftsinntekter er 81,8 prosent høyere i snitt enn driftsinntektene til Regina Fisk AS i analyseperioden. Hovedgrunnen er som følge av en stor økning i fartøy som omstrukturerer kvoter og kan øke driftsinntektene per fartøy. Dette henger også i tråd med antall fartøy som forlater ringnotgruppen, hvilket ses av et minkende utvalg. På denne måten utnytter flåten sin overkapasitet, og øker sine inntekter ved å utnytte ledig kapasitet på fartøyene. Det er derfor ikke grunn til å anta at forskjellen mellom bransjesnitt og Regina Fisk AS er at de ikke klarer å fiske opp sin andel av kvoten.

Driftsresultat

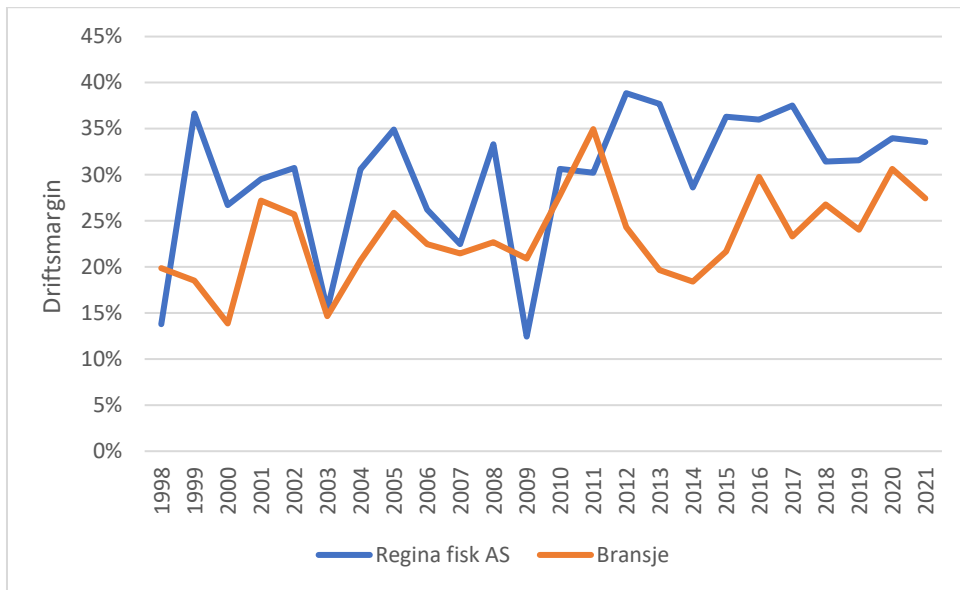


Figur 6 Driftsresultat for Regina Fisk AS og bransjesnittet for ringnotflåten.

(Fiskeridirektoratet, 2022b).

I 2008-2021, kan det ses av Figur 6 at driftsresultat har vært varierende, med blant annet et meget godt år for bransjen i 2011 som skiller seg ut. Etter 2014 synes en trend hvor driftsresultat forbedrer seg, og gir en indikator på at myndighetene har lyktes med sin fiskeripolitikk for å sørge for bedre lønnsomhet i bransjen. Ved å se Regina Fisk AS opp mot bransjesnittet hva gjelder driftsresultat, har det blitt levert jevnere resultater gjennom perioden. I årene 2018-2021 har resultatet forblitt relativt stabilt, mens det gjennomsnittlige fartøyet i ringnotgruppen har opplevd en sterk vekst til en topp på omtrent 25 MNOK i driftsresultat i 2020. I samme periode har konsesjonsverdien doblet seg. Disse tallene antyder at Regina Fisk AS kan ha opplevd en resultatmessig stagnering grunnet manglende evne eller vilje til å investere, da det er ledig kapasitet til å investere i flere strukturkvoter. Fartøyet har kun fylt 414 av totalt 850 basistonn kvotefaktorer (Fiskeridirektoratet, 2023). I samme tid har store deler av bransjen lastet opp ytterligere, og opplevd resultatvekst.

Driftsmargin



Figur 7 Driftsmarginen for Regina Fisk AS og bransjesnittet for ringnotflåten.

(Fiskeridirektoratet, 2022b).

Bransjens driftsresultat er i analyseperioden gjennomsnittlig 52 prosent høyere enn for Regina Fisk AS. Til tross for et dårligere driftsresultat har Regina Fisk AS bedre driftsmargin enn bransjesnittet, grunnet lavere driftskostnader enn bransjen. Selskapet har lave avskrivningskostnader tilknyttet fartøy i hele perioden, hvilket gir lavere driftskostnader. Av Figur 7 kan utviklingen i driftsmargin observeres mellom virksomheten og bransje. Gjennomsnittlig driftsmargin til Regina Fisk AS er 30 prosent i perioden, mot 23 prosent i bransjen, hvilket er en relativ forskjell i favør selskapet på 28 prosent.

Kostnader

Sammenligning av kostnader utføres ved å undersøke hvor stor prosentandel utvalgte kostnader utgjør av driftsinntekter. Regina Fisk AS' kostnader er omtrent 9 prosent mindre enn bransjen i årlig gjennomsnitt. Kostnader utgjør 70 prosent av virksomhetens totale omsetning, hvilket er noe lavere enn bransjens 77 prosent. Grunnet mangelfull informasjon angående beskrivelse av kostnadene i årsregnskapene til Regina Fisk AS, undersøkes kun avskrivnings- og lønnskostnader.

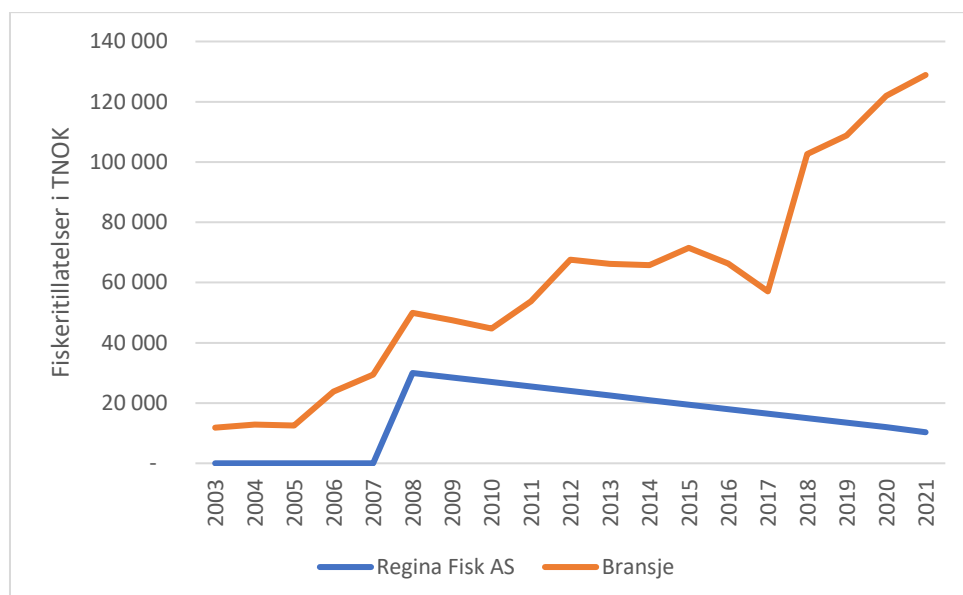
Det kan oppstå stor forskjell i de regnskapsmessige verdiene i resultatregnskapet ettersom alternativkostnaden av grunnkvotene ikke avskrives og har evig varighet. Forskjellen oppstår ved at fartøy har ulik avskrivning på kvote og fisketillatelse selv om de har lik kvotestørrelse.

Dette hender fordi noen fartøy kun har grunnkvoter mens andre fartøy har en større andel strukturkvoter og mindre andel grunnkvote. Regina Fisk AS' avskrivningskostnad tilknyttet strukturkvoter er 13,5 prosent høyere enn bransjen, relativt til driftsinntekter.

Avskrivningskostnaden for strukturkvoter er 2,8 prosent for selskapet, og 2,4 prosent for bransjen. Regina Fisk AS' avskrivningskostnad tilknyttet fartøyet er 72 prosent lavere enn for bransje i gjennomsnitt årlig. Sett mot driftsinntekter, utgjør avskrivninger for Regina Fisk AS på fartøy 2,9 prosent, hvorav bransjen har en avskrivningskostnad lik 10,3 prosent.

Undersøkelse av lønnskostnader viser at Regina Fisk AS bruker 25 prosent mer på lønnskostnader enn bransjesnitt basert på størrelsen av salgsinntekter. Ringnotfartøy betaler en andel av delingsfangsten til fiskerne på fartøyene. Utbetalingen kalles lott og utgjør majoriteten av lønnskostnadene til fartøyet. Hvor stor andel av delingsfangsten som utbetales avhenger av basiskvote og antall mann om bord som lønnes med lott (Fiskebåt, LO og norsk sjømannsforbund, 2022). Høye lønnskostnader kan dermed skyldes at Regina Fisk AS ser seg nødt til å betale større andel i lott enn hva konkurrenter er villig til for å få arbeidskraft. Av driftsinntekter benytter Regina Fisk AS 34 prosent til lønnskostnader, mot 27 prosent for bransjen.

Fisketillatelser



Figur 8 Bokført verdi av fisketillatelser for Regina Fisk AS og ringnotflåten.

(Fiskeridirektoratet, 2022b).

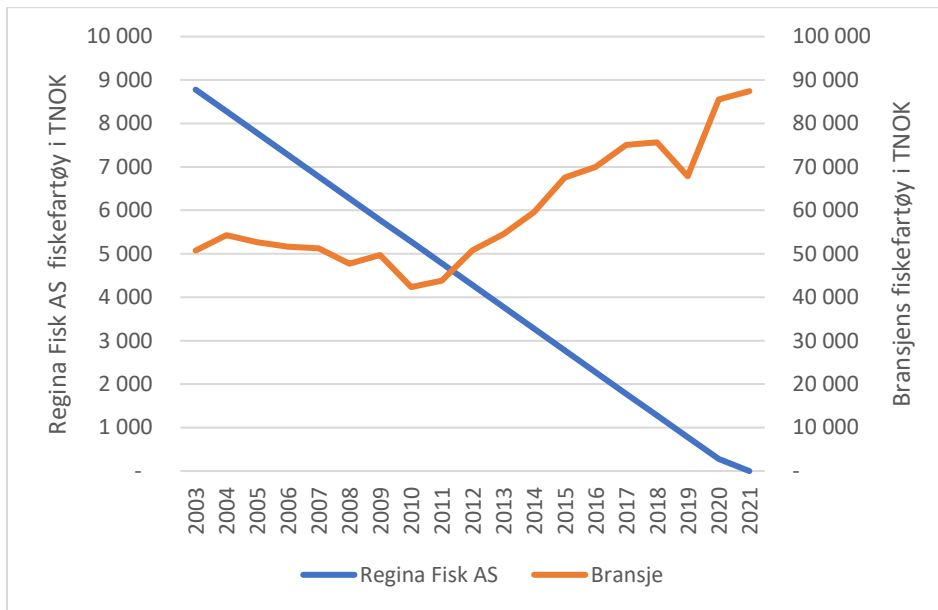
Genereringen av store regnskapsmessige verdier knyttet opp mot fiskeritillatelse skyldes strukturkvoteordningen, hvor kvotene erverves gjennom transaksjoner, og det forekommer anskaffelseskost. Strukturkvotene har en regnskapsmessig verdi, og en begrenset økonomisk levetid da de utløper etter henholdsvis 20 eller 25 år, avhengig av ervervsdato, jf. *Forskrift om strukturkvoteordning mv. for havfiskeflåten* § 7. Grunnet disse faktorene avskrives også strukturkvotene, i motsetning til grunnkvotene.

Det er stort avvik fra Regina Fisk AS' bokførte verdi av fisketillatelse, til gjennomsnittlige fartøy i bransjen. Gjennomsnittlig verdi for 2021 er 128 879 TNOK, hvilket er betydelig høyere enn for Regina Fisk AS, med sine 10 377 TNOK. Et så stort avvik skyldes investering i strukturkvoter i bransjen. At det gjennomsnittlige fartøy i ringnotgruppen har bokførte verdier knyttet til fiskeritillatelse som er omtrent 12 ganger høyere enn for Regina Fisk AS, kan ha flere årsaker. Både grad av investering i strukturkvoter og ervervsdato er faktorer som påvirker den regnskapsmessige verdien.

Av årsregnskapene til Regina Fisk AS fremkommer det at de kun på ett tidspunkt har ervervet strukturkvoter, til 29 970 TNOK i 2008. Den gjennomsnittlige verdien av fisketillatelse var på denne tiden 49 896 TNOK, tilsvarende et mye mindre gap mellom fartøyet og gjennomsnittsfartøyet. Utviklingen siden 2008 vitner om at Regina Fisk AS har avskrevet investeringen i 13 år uten å investere i flere strukturkvoter, og dermed redusert den regnskapsmessige verdien av konsesjonene gjennom avskrivninger. I bransjen har det derimot vært gjort større investeringer i strukturkvoter i ettertid, hvilket har økt den regnskapsmessige verdien av fisketillatelse. Tallene reflekterer at det i løpet av perioden har vært en reduksjon av antall fartøyer i populasjonsutvalget fra 70 i 2008, til 56 i 2021.

Den store verdiøkningen i konsesjoner bør ses i sammenheng med regjeringens beslutning om å øke kvotetaket med omtrent 30 prosent for ringnotflåten. Bestemmelsen som fikk gjennomslag i begynnelsen av 2015, sørget for at kvotetaket økte fra opprinnelige 650 basistonn til 850 basistonn (Norges Sildesalgslag, 2015). Grunnet størrelsene på investering i strukturkvoter og strenge reguleringskrav, har det nok tatt tid fra regelendringen trådte i kraft til rederiene investerte og restrukturerte. Endringen har ikke gjort seg til kjenne regnskapsmessig før i 2018.

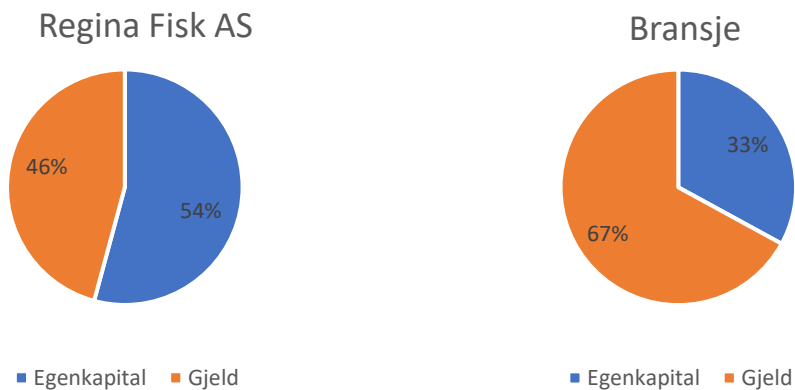
Fiskefartøy



Figur 9 Fiskefartøy balanseverdi for Regina Fisk AS og ringnotflåten.
(Fiskeridirektoratet, 2022b).

Fiskefartøy klassifiseres som et varig driftsmiddel i balansen, og omtales som *skip, rigger, fly og lignende* i årsregnskapene til Regina Fisk AS. Figur 9 viser tydelig at Regina Fisk ikke oppgraderer eller foretar seg noen nye investeringer i fiskefartøy, men avskriver fartøyet i sin helhet i løpet av analyseperioden. Gjennomsnittlig bokført verdi for fiskefartøy i fartøygruppen er derimot 87 422 TNOK i 2021. I Figur 9 er venstre akse forklaringen for Regina Fisk AS balanseførte verdi på sitt fiskefartøy, mens høyre akse forklarer bransjesnittets gjennomsnittlige verdi på fiskefartøy. Krysningspunktet mellom linje *Regina Fisk AS* og *Bransje* har ingen betydning ettersom Figur 9 viser høyeste punkt for Regina Fisk AS på 10 000 TNOK, mens bransje har høyeste punkt på 100 000 TNOK. Det gjennomsnittlige fartøyet i bransjen har en økende investeringsrate i analyseperioden i motsetning til Regina Fisk.

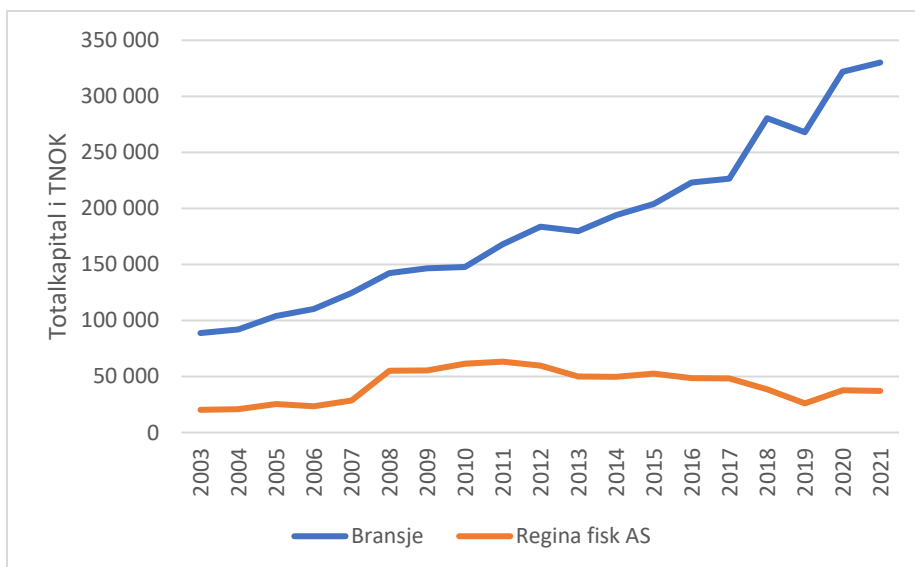
Kapitalstruktur



Figur 10 Kapitalstruktur for Regina Fisk AS og bransjesnittet for ringnotflåten.

(Fiskeridirektoratet, 2022b).

Figur 10 viser gjennomsnittlig kapitalstruktur til Regina Fisk AS og bransjesnittet i analyseperioden 2003 til 2021. Sektordiagrammene viser at Regina Fisk AS har høyere grad av egenkapital og dermed lavere gjeldsgrad sammenlignet med bransjens kapitalstruktur. Selskapets totalkapital er i overensstemmelse med at de har lav investeringstakt, og ikke har investert i særlig grad siden 2008. Investeringen i 2008 økte langsiktig gjeld betraktelig, men ble nedbetalt i sin helhet i løpet av 2021. I Figur 11 kan sammenligning av totalkapitalens utvikling mellom selskapet og bransjen ses.



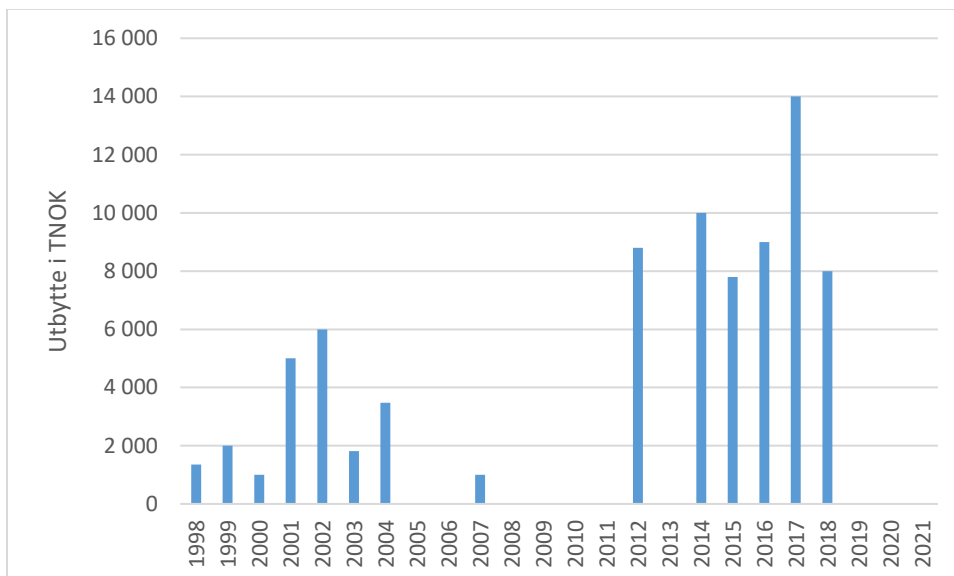
Figur 11 Totalkapital Regina Fisk AS og bransjesnittet for den ringnotflåten.

(Fiskeridirektoratet, 2022b).

Regina Fisk AS øker sin innskutte egenkapital og pådrar seg noe gjeld som følge av kvotekjøpet. I perioden etter kvotekjøpet tas utbytte fremfor å reinvestere i flåte eller nye kvoter. Dette henger også i tråd med at selskapets fartøy- og kvoteverdi er betydelig lavere enn bransjesnittet, og at selskapet i mindre grad reinvesterer i fartøy og kvote kontra andre fartøy i ringnotgruppen.

5.2 Utbytte

Regina Fisk AS utbyttehistorikk illustrert i Figur 12 viser at selskapet i perioden 1998-2008 har tatt ut 21 642 TNOK i utbytte. I tidsperioden 2008-2012 foretas ingen utbytter, trolig som følge av investering i strukturkvoter. Regina Fisk AS forsetter utbyttepolitikken sin i perioden 2013-2018 hvor selskapet tar ut store deler av overskuddet i utbytte. Totalt utbytte i denne tidsperioden er 57 600 TNOK. Utbytte prioriteres kontra å investere i fartøy eller nye strukturkvoter, hvilket indikerer at selskapet nærmer seg enden av livssyklusen. Regina Fisk AS virker å gjøre seg klar for salg ved å tømme likviditeten ved å ta utbytte, i stedet for å reinvestere overskuddet tilbake i selskapet. Dette anses rimelig da kontanter ved salg vil verdsettes «krone mot krone». Totalt har Regina Fisk AS i sitt livsløp fra 1998 til 2021 foretatt utbytte på totalt 79 242 TNOK.

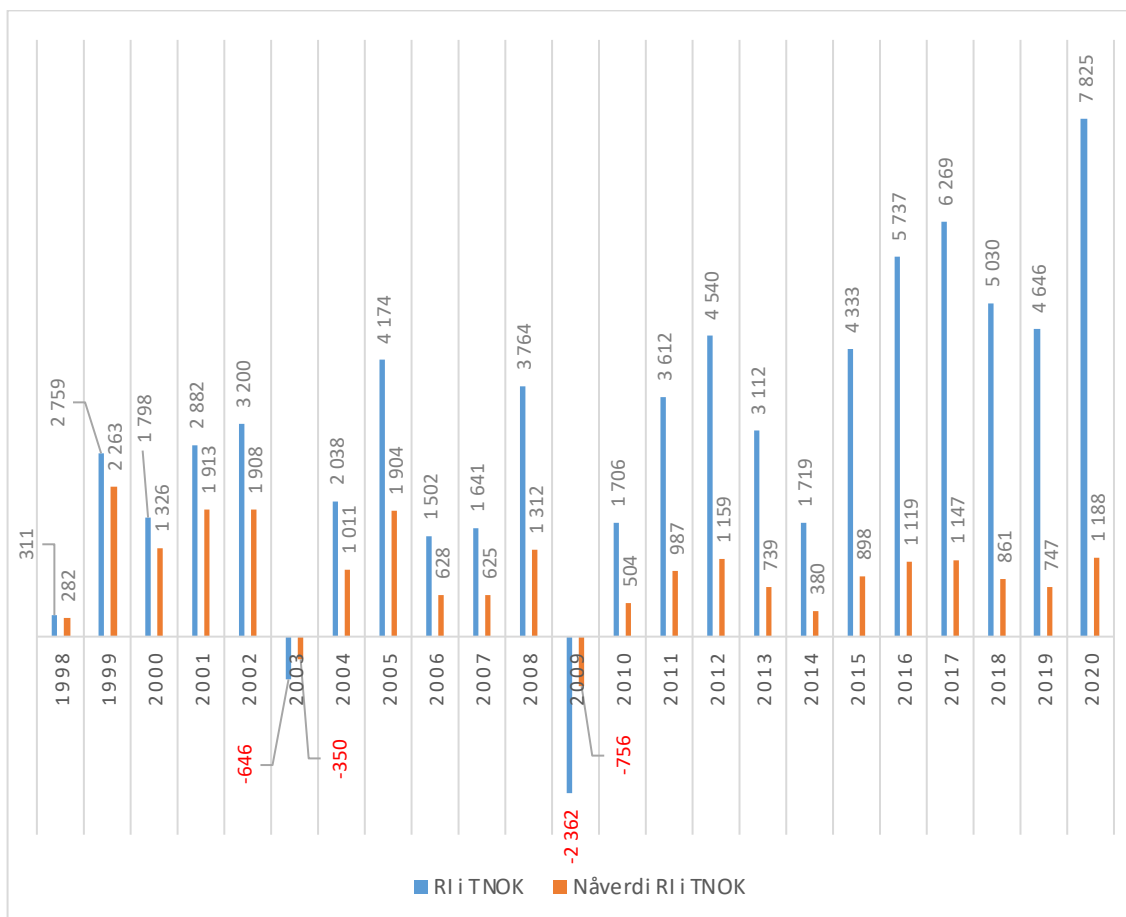


Figur 12 Regina Fisk AS utbyttehistorikk.

5.3 Superprofitt

Analyse av Regina Fisk AS' virksomhet med hensyn til å visualisere den årlige genererte superprofitten, er vist i Figur 13. År 2021 utelates fra figuren av den grunn at verdi er så markant mye høyere, og dermed komprimerer utslagene i resten av figuren om den inkluderes. Årsaken til den markante endringen i superprofitt for år 2021, kontra resten av analyseperioden, skyldes innlemmet terminalverdi, i form av salg 478 MNOK. Etter innregning og beskatning av salget, er beregnet superprofitt for år 2021 359 424 TNOK, mens nåverdi av superprofitt for år 2021 er 49 610 TNOK.

Rederiet skaper superprofitt hvert eneste år foruten 2003 og 2009. I år 2003 er RI negativ, verdi -646 TNOK, hvilket skyldes en svak NOPLAT på 1 685 TNOK. Det kan forklares ved en reduksjon i driftsinntekter på omtrent 39% fra år 2002 til 2003. I år 2009 er derimot superprofitten markant negativ ved verdi -2 362 TNOK, og nåverdi -756 TNOK. Av årsberetningen for 2009 kommenterer styret følgende: «Selskapet har i 2009 hatt en fangstinntekt på 4,4% mindre enn i 2008. Dette har delvis sammenheng med at deler av makrellkvoten er overført til 2010 ettersom det ikke ble gitt anledning til å ta denne opp i EU-sonen.» Driftsinntekten kan av den grunn ses å ikke være stor skyld i negativ RI, men det avdekkes gjennom regnskapsanalysen at strukturkvotene avskrives for første gang etter tilegningen i 2008. Av note 3 i regnskapet gjøres det rede for en økning i avskrivninger 1 499 TNOK i årene fra og med 2009, og gjennom resterende tid av analyseperioden. I tillegg til denne økte kostnaden, omtrent doubles regnskapsposten *andre driftskostnader* fra 3 842 TNOK i 2008, til 7 688 TNOK i 2009. Økte kostnadsposter sørger dermed for en svak NOPLAT, som synker fra 6 134 TNOK i 2008 til 2 190 TNOK i 2009, en omtrentlig 64 prosent nedgang. I forbindelse med kjøp av strukturkvoter øker bokført verdi av anleggsmidler med 29 970 TNOK, hvilket påvirker investert kapital i betydelig grad. Økt investert kapital i sammenheng med lav NOPLAT sørger dermed for negativ superprofitt i 2009.



Figur 13 Regina Fisk AS Residual Income sammenlignet med nåverdi av Residual Income.

Ved å akkumulere nåverdiene av RI i Figur 13, i tillegg til nåverdi 49 610 TNOK i salgsåret 2021, samt IC_0 , etter formel for V^{RI} :

$$V_0^{RI} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(NOPLAT_t - WACC_t \cdot IC_{t-1})}{\prod_{k=1}^t (1 + WACC_k)}$$

Hvilket gir:

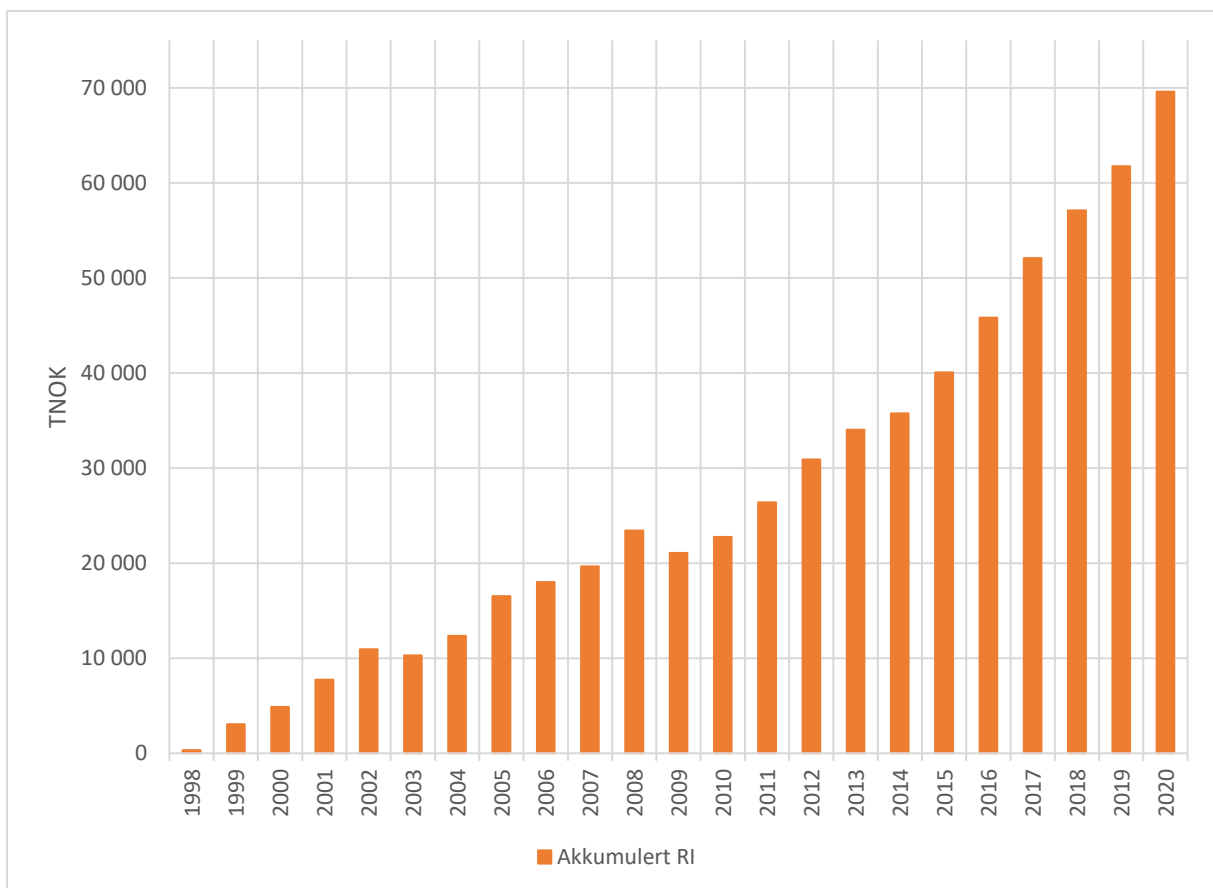
$$V_0^{RI} = 9\,570\, TNOK + 71\,406\, TNOK = 80\,976\, TNOK$$

Hvilket er lik selskapsverdi år 1998. Selskapsverdi stemmer overens med resultat av kontantstrømanalysene, og viser tidligere vist sammenheng $V^{RI} = V^{FCF} = V^{CCF}$.

I Figur 14 akkumuleres RI for Regina Fisk AS gjennom hele analyseperioden. Også ved denne figuren er det utfordringer knyttet til ekstremalverdien for akkumulert RI i år 2021. Med hensyn på å vise diverse utslag grafisk gjennom akkumuleringen i analyseperioden, er akkumulert RI for 2021 utelatt. Akkumulert RI for år 2021, og dermed total akkumulert RI, er 417 125 TNOK. Prosentvis er økningen på 569 prosent fra akkumulert RI lik 69 590 TNOK i 2020, og skyldes innlemmet salgverdi. Det observeres i Figur 14 at den akkumulerte

superprofitten øker relativt beskjedent i perioden 1998-2008, og opplever en marginal tilbakegang i 2003 ved negativ RI. Akkumulert RI har en dupp i perioden 2009, som skyldes den mer markante tilbakegangen i superprofitt. Fra den observerte duppen i 2009, frem til 2020, stiger akkumulert RI betraktelig, og mer enn tredobler seg i denne perioden, før rederiet deretter selges i 2021.

Bertheussen og Vassdal (2022) kalkulerer i sin artikkel angående ressursrente innenfor pelagisk fiskerinæring, en akkumulert RI per fartøy på omtrent 73 MNOK i perioden 2006-2017. Til sammenligning er akkumulert RI for Regina Fisk AS i samme periode omtrentlig 34 MNOK. Utrekningene gjort av Bertheussen og Vassdal (2022) kan ses som et bransjesnitt, og baserer seg på regnskapstall til 35 ringnotfartøy, hvor data er hentet direkte fra Fiskeridirektoratet. Bransjens akkumulerte RI er dermed over dobbelt så stor som Regina Fisk AS' RI i aktuell periode.



Figur 14 Regina Fisk AS akkumulert Residual Income.

5.4 Kontantstrømanalyse

Analyse av kontantstrømmen til Regina Fisk AS foretas ved å benytte Capital Cash Flow- og Free Cash Flow-metoden. De mest vesentlige forskjellene mellom de to metodene er diskonteringsfaktorene og behandling av skatt. CCF-metoden benytter netto inntekt, justert for endring i investert kapital, og knytter ikke skattekostnad til forventede renter på gjeld. FCF-metoden benytter derimot NOPLAT justert for endring i investert kapital, hvor forventede renter på gjeld er skattemessig behandlet. Kontantstrømmene neddiskonteres så henholdsvis ved bruk av WACC for FCF, og kostnad for aktiva (K_A) for CCF. Summen av neddiskontert FCF og CCF på 80 976 TNOK er begge lik selskapsverdi for år 1998. Dette skyldes at de ulike kontantstrømmene neddiskonteres med forskjellige avkastningskrav, men er konsistente til sammenheng $V^{FCF} = V^{CCF}$. Resultatene stemmer overens med RI-metode, og viser tidligere vist sammenheng $V^{RI} = V^{FCF} = V^{CCF}$.

Tabell 10 Regina Fisk AS Free Cash Flow og Capital Cash Flow.

Metode	FCF	CCF	Nåverdi FCF	Nåverdi CCF
1998	1 301	1 345	1 179	1 218
1999	1 731	1 765	1 420	1 446
2000	2 736	2 758	2 018	2 032
2001	- 4 244	- 4 135	- 2 817	- 2 739
2002	2 598	2 693	1 550	1 602
2003	6 660	6 724	3 611	3 634
2004	3 867	3 911	1 918	1 933
2005	1 778	1 804	811	820
2006	4 930	4 947	2 062	2 061
2007	- 1 023	- 1 004	- 390	- 381
2008	- 19 646	- 19 317	- 6 850	- 6 698
2009	2 234	2 510	715	798
2010	287	515	85	151
2011	7 957	8 144	2 175	2 208
2012	11 195	11 321	2 859	2 866
2013	16 785	16 912	3 986	3 980
2014	6 108	6 212	1 349	1 360
2015	3 658	3 720	758	764
2016	12 734	12 775	2 483	2 467
2017	10 530	10 563	1 926	1 913
2018	16 082	16 105	2 752	2 729
2019	17 760	17 777	2 854	2 829
2020	- 454	- 444	- 69	- 67
2021	382 416	382 416	54 589	54 049
Sum			80 976	80 976

Av Tabell 10 kan det leses at Regina Fisk AS har frembrakt positive kontantstrømmer i varierende størrelser, med unntak av fire år. I årsregnskapet for 2020 fremkommer det at

kasse/bank-post øker betydelig da virksomheten posterer hele årsresultatet under *annen egenkapital*. Posteringen sørger for at investert kapital øker betydelig, hvilket genererer en negativ årlig kontantstrøm. Analyseperiodens signifikante ekstremalverdi ved år 2008, knytter seg til investeringen i strukturkvoter, hvilket er den største investeringen som foretas gjennom hele perioden. Kontantstrømmen for 2008 etter CCF-metode er -19 317 TNOK, og -19 646 TNOK etter FCF-metoden, og grunngis ved at investeringen dobler investert kapital i selskapet, fra omtrent 25 500 TNOK, til 51 000 TNOK. Den observerbare negative kontantstrømmen i 2001 skyldes også en økning i investert kapital, hvilket igjen skyldes en økning i regnskapsposten *skip, rigger, fly og lignende*. Grunnet omstruktureringen i virksomheten i 2008, kan ikke årsaken undersøkes nøyere, da vi kun besitter regnskapstall fra 1998-2008, og ikke komplette årsregnskap. Det er likevel nærliggende å tro at det omhandler fartøyet.

Virksomheten frembringer sin tredje største kontantstrøm i 2013, omtrentlig 17 000 TNOK. Lavere investert kapital grunnet reduksjon i kasse/bank-post er den sentrale driveren for sterk kontantstrøm i dette året. Ved å se nærmere i årsregnskapet for 2013, virker reduksjonen å skyldes balansering av balanseregnskapet med hensyn til at regnskapsposten *overkursfond* minker med 6 200 TNOK fra 2012 til 2013. Av note 6 i årsregnskapet fremgår det at reduksjonen skyldes ekstraordinært aksjeutbytte verdt nevnt beløp.

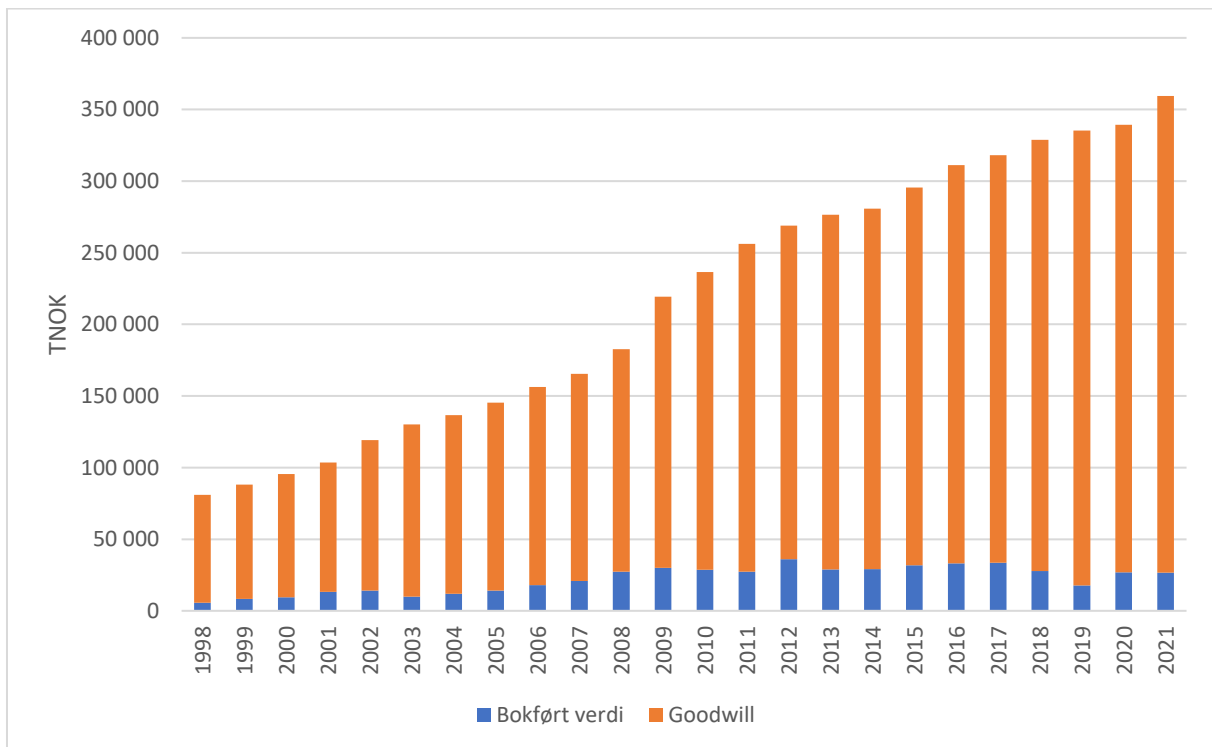
5.5 Enterprise Value

Analysens fremste formål er å estimere Regina Fisk AS' virkelige verdi for hele tidsperioden som analyseres. Utplukkede metoder er av den grunn valgt med omhu, for å belyse nøkkeltall som kommenteres, samt være til kontrollerende virksomhet overfor hverandre. Metodene benytter forskjellige innfallsvinkler for å måle selskapsverdien til et selskap, ved sentrale elementer innenfor verdsettelsesanalyse. Kontantstrøm- og superprofittanalyse, i tillegg til analyse av fremtidig utvikling ved DCF-metode, har alle bred oppslutning innenfor verdsettelseslitteraturen. Benevnelse av selskapets bokførte verdi gis ved bokført verdi av egenkapital inklusiv utbytte, som gjøres rede for i omgrupperingen av regnskapet.

5.5.1 Historisk utvikling

Regina Fisk AS har gjennom hele analyseperioden besittet en immateriell «skjult» eiendel i form av tildelte grunnkvoter. Av Figur 15 vises utviklingen i rederiets selskapsverdi for hele

perioden, basert på salg i 2021. Da realiseres både selskapets kvoteverdier, og resterende regnskapsførte verdier. Beregningene er gjort i retrospektivt øyemed, hvor det regnes fra 2021, og tilbake i tid, år for år. Neddiskontering av de sekvensielle verdiene er utført ved å bruke kostnad for aktiva eller WACC, avhengig av benyttet metode, og begge avkastningskrav er beregnet årlig gjennom hele analyseperioden. Figur 15 er representativ for beregning av Enterprise Value ved bruk av FCF-, CCF- og RI-metoden.



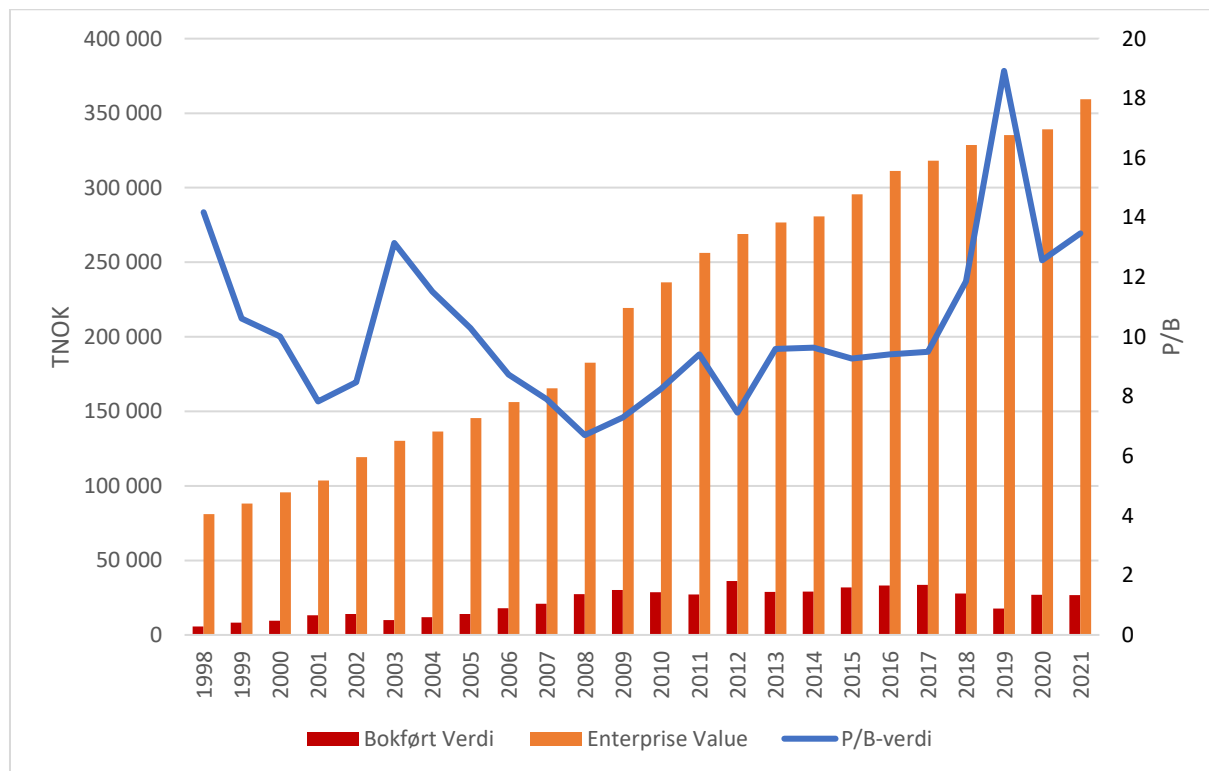
Figur 15 Regina Fisk AS dekomponert Enterprise Value.

Figur 15 viser rederiets forholdsmessige andel av selskapsverdi i form av dets bokførte verdi, og beregnet goodwill. Selskapsverdi kalkuleres dermed som summen av bokført verdi av egenkapital og goodwill, hvor goodwill forutsettes å være kvoteverdien av grunnkvotene. Rederiet opplever en omtrentlig årlig gjennomsnittlig vekst i selskapsverdi på 6,8 prosent i løpet av hele perioden. Høyest vekst observeres i 2009, hvor selskapsverdi øker med 20 prosent, hvilket øker kalkulert verdi med tilnærmet 37 000 TNOK. Lavest vekst observeres i 2020, hvor rederiet kun opplever en vekst på 1,2 prosent. I denne perioden øker selskapsverdi kun med omtrent 4 000 TNOK.

5.5.2 Pris/Bok-verdi

For å fremheve den markante differansen mellom bokført verdi og kalkulert selskapsverdi, er det beregnet Pris/Bok-verdier gjennomgående for hele analyseperioden. Verdiene kan ses i sin helhet i Figur 16, hvor også bokført verdi og selskapsverdi vises grafisk. I løpet av perioden svinger P/B-verdi i relativt stor grad. Minimum P/B-verdi beregnes til 7 i 2008, året hvor det investeres i strukturvoter for omtrent 30 000 TNOK. Investeringen øker bokført verdi for selskapet, og gir en vedvarende lavere P/B-verdi i årene etter. Maksimum P/B-verdi beregnes til 19 i år 2019, og skyldes lav bokført verdi for selskapet. Den lave observerte bokførte verdien for i 2019 skyldes at regnskapsposten *bankinnskudd* er redusert grunnet utbytte 8 MNOK foretatt i 2018. Året etter øker igjen posten da årsresultatet 9,2 MNOK overføres til selskapskapitalen.

Allerede ved analysens start i 1998, observeres det en P/B-verdi på 14, hvilket tilsier at verdien av grunnkvotene allerede da var betydelig. Til sammenligning er P/B-verdi ved analysens slutt lik 13. At P/B-verdier er relativt like ved start og slutt, skyldes vekst i både selskapsverdi og bokført verdi gjennom analyseperioden.



Figur 16 Regina Fisk AS pris/bok-verdi.

5.5.3 ROIC

Regina Fisk AS' beregnede avkastning på investert kapital er relativt høy, og skyldes betydelige regnskapsmessig skjulte verdier som ekskluderes. Skiftet i analyseperioden skjer i forbindelse med en investering i strukturkvoter i 2009, hvor investert kapital øker.

Nøkkeltallet ROIC er omtrentlig 20,7 prosent gjennomsnittlig i perioden 1998-2021, men endrer seg drastisk i forbindelse med strukturkvotekjøpet. Etter kvotekjøpet beregnes ROIC i 2009 til rundt 4,3 prosent, og følger trenden et par år med en lavere og mer normalisert ROIC. Etter et par år med avskrivning av strukturkvotene øker ROIC gradvis til et høyere nivå igjen.

Salget av Regina Fisk AS på 478 MNOK i 2021 muliggjør estimering av en ny investert kapital. Balanseposten goodwill innenfor immaterielle eiendeler kan da estimeres for hvert år ved å neddiskontere balanseposten med årlig beregnet avkastningskrav i analyseperioden 1998-2021. Ved å innlemme goodwill vil virksomhetens investerte kapital beregnes til å omfatte de «skjulte» verdiene som ikke kommer frem i regnskapet. Omgruppert balanseregnskap med ny investert kapital ses i Tabell 11 og Tabell 12. Resultatet er en høyere investert kapital og lavere ROIC, som tidligere ikke har kunne blitt beregnet da grunnkvotene ikke har hatt en markedspris, eller bokført verdi. Investert kapital med goodwill gir en gjennomsnittlig ROIC på 2,8 prosent i analyseperioden 1998-2021. Fullstendig oversikt over ROIC med og uten goodwill kan ses i Tabell 13.

Tabell 11 Regina Fisk AS omgruppert balanseregnskap med goodwill fra 1998 til 2009.

Balanseregnskapet omgruppert	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Goodwill	75 263	79 755	86 009	90 298	105 213	120 265	124 658	131 246	138 388	144 571	155 433	189 263
Konsesjoner, patenter, lisenser	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	29 971	28 472
Sum driftsrelaterte immaterielle eiendeler	75 263	79 755	86 009	90 298	105 213	120 265	124 658	131 246	138 388	144 571	185 404	217 735
Driftsrelaterte varige driftsmidler	4 255	4 112	3 626	12 661	13 843	12 825	11 818	10 852	9 856	8 866	8 564	7 529
Driftsrelaterte finansielle anleggsmidler	220	364	144	129	32	-	-	140	153	268	153	657
Driftsrelaterte anleggsmidler	79 738	84 231	89 779	103 088	119 088	133 090	136 476	142 238	148 397	153 705	194 121	225 921
Driftsrelaterte omløpsmidler	6 822	88 707	9 484	13 114	12 317	7 404	8 949	14 485	13 315	19 522	16 408	18 847
Sum driftsrelaterte eiendeler	86 560	172 938	99 263	116 202	131 405	140 494	145 425	156 723	161 712	173 227	210 529	244 768
Leverandørgjeld	728	1 626	345	3 732	538	298	290	77	394	918	468	1 706
Skyldige offentlige avgifter	999	863	947	1 752	2 325	1 577	2 240	3 176	2 119	2 231	3 341	2 557
Ikke-rentebærende driftsrelatert gjeld	1 727	2 489	1 292	5 484	2 863	1 875	2 530	3 253	2 513	3 149	3 809	4 263
Netto investert kapital	84 833	170 449	97 971	110 718	128 542	138 619	142 895	153 470	159 199	170 078	206 720	240 505

Tabell 12 Regina Fisk AS omgruppert balanseregnskap med goodwill fra 2010 til 2021

Balanseregnskapet omgruppert	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Goodwill	207 875	228 968	232 783	247 758	251 533	263 667	278 160	284 663	301 009	317 535	312 252	332 735
Konsesjoner, patenter, lisenser	26 974	25 475	23 977	22 478	20 980	19 481	17 982	16 484	14 985	13 487	11 988	10 378
Sum driftsrelaterte immaterielle eiendeler	234 849	254 443	256 760	270 236	272 513	283 148	296 142	301 147	315 994	331 022	324 240	343 113
Driftsrelaterte varige driftsmidler	6 505	5 510	5 012	4 445	3 954	3 370	2 339	1 816	1 309	802	296	11
Driftsrelaterte finansielle anleggsmidler	678	232	153	153	153	153	153	153	153	-	-	-
Driftsrelaterte anleggsmidler	242 032	260 185	261 925	274 834	276 620	286 671	298 634	303 116	317 456	331 824	324 536	343 124
Driftsrelaterte omløpsmidler	27 176	32 012	30 409	23 018	24 516	29 468	27 960	29 795	22 165	11 568	25 431	26 849
Sum driftsrelaterte eiendeler	269 208	292 197	292 334	297 852	301 136	316 139	326 594	332 911	339 621	343 392	349 967	369 973
Leverandørgjeld	882	816	428	573	2 066	726	379	1 088	571	264	447	154
Skyldige offentlige avgifter	3 472	5 195	4 523	4 481	3 516	4 167	4 469	4 944	3 977	2 434	4 483	5 095
Ikke-rentebærende driftsrelatert gjeld	4 354	6 011	4 951	5 054	5 582	4 893	4 848	6 032	4 548	2 698	4 930	5 249
Netto investert kapital	264 854	286 186	287 383	292 798	295 554	311 246	321 746	326 879	335 073	340 694	345 037	364 724

Verdiskapning ved ROIC uten goodwill ser slik ut, $ROIC > WACC > g$, og følger en sunn formel for organisk vekst hvor avkastning på kapitalen er større enn kostnad for kapitalen. En økning i vekst vil dermed være verdiskapende ved bruk av ROIC uten goodwill. Hvis verdiskapningen ved ROIC med goodwill derimot ses på, vil $WACC > ROIC < g$. WACC er større enn ROIC, og kostnaden er større enn avkastningen som fører til negativ verdiskapning. For Regina Fisk AS vil en økning i vekst føre til ytterligere negativ verdiskapning fordi likviditeten spises opp som følge av ytterligere investeringer.

Tabell 13 Regina Fisk AS beregning ROIC.

	NOPLAT	Investert kapital	Investert kapital med goodwill	Vekst (NOPLAT)	WACC	ROIC	ROIC med goodwill
1998	1301	9 570	84 833				
1999	3762	11 601	91 356	189 %	10 %	39 %	4 %
2000	3097	11 962	97 971	-18 %	11 %	27 %	3 %
2001	4214	20 420	110 718	36 %	11 %	35 %	4 %
2002	5507	23 329	128 542	31 %	11 %	27 %	5 %
2003	1685	18 354	138 619	-69 %	10 %	7 %	1 %
2004	3750	18 237	142 895	123 %	9 %	20 %	3 %
2005	5764	22 224	153 470	54 %	9 %	32 %	4 %
2006	3516	20 810	159 198	-39 %	9 %	16 %	2 %
2007	3674	25 507	170 078	4 %	10 %	18 %	2 %
2008	6134	51 287	206 720	67 %	9 %	24 %	4 %
2009	2190	51 243	240 506	-64 %	9 %	4 %	1 %
2010	6022	56 978	264 853	175 %	8 %	12 %	3 %
2011	8196	57 218	286 186	36 %	8 %	14 %	3 %
2012	8576	54 599	287 382	5 %	7 %	15 %	3 %
2013	7225	45 039	292 797	-16 %	8 %	13 %	3 %
2014	5089	44 020	295 553	-30 %	7 %	11 %	2 %
2015	7216	47 578	311 245	42 %	7 %	16 %	2 %
2016	8742	43 586	321 746	21 %	6 %	18 %	3 %
2017	9159	42 215	326 878	5 %	7 %	21 %	3 %
2018	7931	34 064	335 073	-13 %	7 %	19 %	2 %
2019	6855	23 159	340 694	-14 %	6 %	20 %	2 %
2020	9172	32 785	345 037	34 %	6 %	40 %	3 %
2021	8780	31 989	364724	-4 %	6 %	27 %	3 %

Ettersom Regina Fisk AS' kostnad for kapital er høyere enn avkastningen på den investerte kapitalen med goodwill kan det diskuteres for at selskapet burde ha solgt virksomheten

tidligere enn de valgte å gjøre. Verdiskapning vil bli negativ når WACC er større enn ROIC. Avkastningen på den investerte kapitalen med goodwill gir i snitt 2,8 prosent avkastning, mens WACC er på omtrent 8,4 prosent, hvilket er gjennomsnittlig WACC i analyseperioden. Bankens innskuddsrente er i gjennomsnitt 2,58 prosent årlig i perioden 1998 til 2021 (Statistisk sentralbyrå, u.å.a). Det kan dermed argumenteres for at Regina Fisk AS burde solgt virksomheten tidligere ettersom de sannsynligvis kunne fått bedre avkastning i andre markeder. Dersom de hadde solgt tidligere kunne de trolig fått en enda bedre avkastning ved å reinvestere i aksjemarkedet som ville gitt en avkastning relativt høyere enn selskapet skaper med sin goodwill. Oslo Børs indeks har en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,95 prosent de siste 15 år, og 9,49 prosent de siste 10 år (Morningstar, u.å).

5.5.4 Fremtidig utvikling

Det er mulig å predikere selskapets verdi ved å benytte DCF-metode, kort for «Discounted Cash Flow». DCF baserer seg på å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer for en gitt prognoseperiode og for evig tid. I vår analyse vil eksplisitt periode benytte kontantstrømmer fra en tidsperiode på 6 år mellom 2021-2026. I oppgaven benyttes DCF-metode for å undersøke scenarioer hvor selskapet ikke selges, men driftes videre. I scenarioet forutsettes det nødvendig at Regina Fisk AS investerer i nytt fartøy til 400 MNOK i år 2021, i stedet for å gjennomføre salget. Økonomisk levetid forutsettes som tidligere nevnt å være 30 år.

$$Fartøyets\ avskrivning_t = \frac{Kjøpesum\ på\ 400\ MNOK}{Økonomisk\ levetid\ på\ 30\ år} = 13\ 333\ TNOK$$

Investert kapital i 2021 øker dermed fra 31 333 TNOK til 416 659 TNOK etter den årlige avskrivningen på fiskefartøyet lik 13 333 TNOK er fratrukket. I tillegg inkluderes avskrivning for år 2021 på 1 997 TNOK, basert på avskrivningskostnaden til Regina Fisk AS før investeringen. Avskrivninger for år 2021 før investeringen i fartøy består i all hovedsak av avskrivningene på strukturkvoter. Endringene i investert kapital vil derfor være lik avskrivningene i prognoseperioden. Dette ses i Tabell 14 som viser prognoseperioden for Regina Fisk AS basert på at virksomheten driftes videre.

Tabell 14 Regina Fisk AS Discounted Cash Flow.

Discounted Cash Flow	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Investert kapital	416 659	401 328	385 998	370 668	355 337	340 007	
Investering i fartøy	400 000						
Endring i investert kapital	- 15 330	- 15 330	- 15 330	- 15 330	- 15 330	- 15 330	
Prognoseperiode	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
NOPLAT	8 780	9 304	9 860	10 448	11 072	11 733	12 434
Avskrivninger	15 330	15 330	15 330	15 330	15 330	15 330	
FCF	24 110	24 634	25 190	25 779	26 403	27 064	
Diskonteringsfaktor	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73	0,69	
Nåverdi FCF	22 660	21 761	20 914	20 116	19 364	18 656	

I prognoseperioden er fartøyinvesteringen og avskrivningene tillagt investert kapital, som resulterer i en årlig reduksjon. Reduksjonen skyldes avskrivningene, og at det forutsettes lite behov for ytterligere investeringer. Grunnen er den store investeringen som foretas, og historisk lav investeringstakt for Regina Fisk AS. Den frie kontantstrømmen består dermed av NOPLAT og avskrivninger. NOPLAT øker i henhold til vekst i prognoseperioden, hvilket er 5,97 prosent. Fortsatt vekst i prognoseperioden antas med hensyn til markedsutsiktene. Verdien er historisk vekstgjennomsnitt for NOPLAT i analyseperioden 1998-2021. Basert på fri kontantstrømsanalyse FCF fra Ruback (2000) er det tydelig at FCF er betydelig høyere i prognoseperioden for videre drift enn i historisk analyse hvor Regina Fisk AS selger sin virksomhet. Større fri kontantstrømmer skyldes at avskrivningene øker betraktelig mye som følge av investeringen i fartøy.

Verdi for eksplisitt periode er sum nåverdi av frie kontantstrømmer for år 2021-2026. Summen av nåverdi for FCF for 6 år er 123 472 TNOK. Nåverdiberegningen av FCF forutsetter diskonteringsfaktor basert på WACC₂₀₂₁ på 6,4 prosent. WACC er satt for å representere utviklingen i kapitalkostnaden i perioden 2015-2021, hvilket er konsis og har stabilisert seg rundt 6 prosent. Utregningen under viser hvordan selskapets verdi for eksplisitt periode beregnes:

$$\text{Eksplisitt periode} = \frac{24\,110}{(1+0,064)^1} + \frac{24\,634}{(1+0,064)^2} + \frac{25\,190}{(1+0,064)^3} + \frac{25\,779}{(1+0,064)^4} + \frac{26\,403}{(1+0,064)^5} + \frac{27\,064}{(1+0,064)^6} = 123\,472 \text{ TNOK}$$

Ved beregning av Regina Fisk AS' terminalverdi forutsettes det at vedvarende vekst eller vekst i «steady state» settes til 2,13 prosent, som er gjennomsnitt av konsumprisindeksen for analyseperioden 1998-2021 (SSB, 2023). RONIC settes til 2,69 prosent basert på beregning av gjennomsnittlig ROIC for 2022-2026 ved investering i nytt fartøy.

$$RONIC = \frac{2,2\% + 2,4\% + 2,7\% + 2,9\% + 3,3\%}{5} = 2,69\%$$

Terminalverdi benytter WACC₂₀₂₁ på 6,4 prosent som sin vektete kostnad for kapital, etter samme forutsetninger som WACC for eksplisitt periode. NOPLAT_{t+1} = 12 434 TNOK, er NOPLAT for vedvarende periode basert på en årlig vekst lik 5,97 prosent fra og med 2021. Verdien til selskapet etter endt prognoseperiode beregnes ved terminalverdi etter følgende formel:

$$Terminalverdi_{2026} = \frac{12\,434 \left(1 - \frac{2,13\%}{2,69\%}\right)}{6,4\% - 2,13\%} = 60\,746 \text{ TNOK}$$

Hvor forutsetninger er:

Vekst (g)	2,13 %
RONIC	2,69 %
WACC	6,40 %
NOPLAT _{t+1}	12 434

Terminalverdien i 2026 er 60 746 TNOK. Ved å neddiskontere terminalverdien i 2026, vil verdien i 2021 være 41 874 TNOK.

$$Terminalverdi_{2021} = \frac{60\,746}{(1+6,4\%)^6} = 41\,874 \text{ TNOK}$$

Summen av verdien for eksplisitt periode og terminalverdi blir Enterprise Value, eller selskapets verdi. Selskapets verdi blir 165 345 TNOK ved bruk av DCF-metode etter følgende beregning:

$$Enterprise\ Value = 123\,472 + 41\,874 = 165\,345 \text{ TNOK}$$

Terminalverdien er urealistisk lav, og verdien av summerte kontantstrømmer fra eksplisitt periode blir svært høy i forhold til terminalverdien. Dette skyldes at RONIC settes lavere enn WACC basert på beregning av ny ROIC ved investering i nytt fartøy. RONIC må være høyere enn WACC for å stimulere verdiskapning. Det er derfor interessant å undersøke et scenario hvor Enterprise Value₂₀₂₁ ved DCF-metode gir likt resultat som Enterprise Value ved FCF-,

CCF-, og RI-metode. Scenarioanalysen utføres ved å endre utfallet av terminalverdien, gjennom justering av RONIC og vedvarende vekst. Fra utregningen under er det nødvendig med en terminalverdi lik 235 952 TNOK.

$$\begin{aligned} \text{Terminalverdi} &= 359\,424 \text{ (Enterprise value)} - 123\,472 \text{ (Eksplisitt periode)} \\ &= 235\,952 \text{ TNOK} \end{aligned}$$

I scenario benyttes samme NOPLAT_{t+1} og WACC for å predikere terminalverdien. Ved tidligere beregning av DCF er RONIC på 2,69 prosent, WACC på 6,4 prosent og vekst på 2,13 prosent. I en slik situasjon vil økning i vekst redusere selskapets verdi ettersom $WACC > ROIC$. Ved beregning av RONIC kan en stigende trend observeres som følge av at investert kapital minker, mens NOPLAT vokser. ROIC vil dermed etter en viss tidsperiode opparbeide seg til et akseptabelt nivå igjen, som er høyere enn WACC. RONIC på 2,69 prosent er av den grunn ikke en akseptabel avkastning på denne investeringen.

Dersom kun RONIC økes i slikt scenario vil det ikke være mulig å benytte en realistisk verdi, ettersom det ikke er tilstrekkelig å bare øke denne. For å oppnå ønsket resultat med kun å justere RONIC ville den blitt over 100 prosent. Hvis RONIC derimot forutsettes til 20,7 prosent basert på gjennomsnittlig ROIC i tidsperioden 1998 til 2021, vil en økning i vekst føre til verdiskapning. Det er dermed nødvendig å forutsette at vekst i «steady state» øker til 3,35 prosent, for å tilfredsstille scenarioet som gir Enterprise Value lik som ved CCF-, FCF- og RI-metode. Forutsatt vekst er beregnet ved bruk av målsøking-funksjon i Excel. Utregningen for terminalverdi for scenario vises under.

$$\text{Terminalverdi}_{2026} = \frac{12\,434 \left(1 - \frac{3,35\%}{20,7\%}\right)}{6,4\% - 3,35\%} = 342\,295 \text{ TNOK}$$

Hvor forutsetninger er:

Vekst (g)	3,35 %
RONIC	20,70 %
WACC	6,40 %
NOPLAT_{t+1}	12 434

Terminalverdien i 2026 er 342 295 TNOK. Neddiskontering av denne resulterer i terminalverdi for 2021 på 235 952 TNOK.

$$\text{Terminalverdi}_{2021} = \frac{342\,295}{(1+6,4\%)^6} = 235\,952 \text{ TNOK}$$

For at Enterprise Value₂₀₂₁ på 359 424 TNOK skal gi tilsvarende svar etter Koller et als. (2015) DCF-metode må terminalverdien₂₀₂₁ til Regina Fisk AS bli 235 952 TNOK.

$$\begin{aligned} \text{Enterprise Value} &= 123\,472 \text{ (Eksplisitt periode)} + 235\,952 \text{ (Terminalverdi)} \\ &= 359\,424 \text{ TNOK} \end{aligned}$$

Terminalverdien forutsetter at Regina Fisk AS klarer å opprettholde en avkastning på investert kapital på 20,7 prosent og ha en vekst i «steady state» på 3,35 prosent.

6 Diskusjon av resultater

Ved å benytte oss av de ulike metodene, har vi utført verdsettelsesanalyse av Regina Fisk AS. I tillegg til selve verdsettelsen har vi beregnet nøkkeltall som gjør det mulig å analysere selskapets underliggende prestasjon i analyseperioden. Alle metodene som er benyttet i studien, har sin forankring i verdsettelseslitteraturen.

6.1 Selskapets verdi

Ved alle de ulike analysene som er gjennomført, fremkommer det at selskapets virkelige verdi er ulik bokført verdi, hvilket ses i Figur 15. Resultatet er beregnet ved bruk av analysemetodene CCF, FCF og RI, og viser at verdien har vært gjennomgående feil i hele analyseperioden. Selskapsverdi er i gjennomsnitt 10 ganger så høy som den bokførte verdien gjennom perioden.

Vi har forutsatt at denne «skjulte» verdien må knyttes til kvotene rederiet besitter.

Forutsetningen er gjort med hensyn til at det ikke antas å være knyttet mye verdi til fartøyet. Dette fordi det er avskrevet i sin helhet, og regnskapsanalysen avslører at det ikke har vært gjort særlige investeringer knyttet mot det i løpet av analyseperioden. I tillegg opplyses det om at fartøyet er bygget i 1966, og begynner dermed å nærme seg 60 år i 2023.

Sjøfartsdirektoratet (2015) omtaler et skips levetid til å være «noen tiår, før slitasje og behov for kostbare reparasjoner gjør videre drift uøkonomisk». Levetiden omtales med andre ord relativt vagt. I henhold til Riksrevisjonens (u.å) rapport har gjennomsnittsalder for fartøy i ringnotgruppen økt fra 13,4 til 17,8 år i perioden 2004-2018. Det anses på bakgrunn av denne informasjonen som nærliggende å tenke at fartøyet er av liten verdi, og nær å bli utfaset.

Strukturkvoter har etter all sannsynlighet også opplevd en økning i verdi, i likhet med grunnkvotene. I dette case-studiet er det likevel mest interessant å analysere verdien av grunnkvotene som Regina Fisk AS´ besitter i forkant av salget, da de utgjør omtrent 85 prosent av total kvotefaktor for fartøyet. Før ikrafttredelsen av *Forskrift for strukturkvoteordning mv. for havfiskeflåten* i 2005, observeres det i Figur 15 at beregnet kvoteverdi øker fra omtrentlig 75 MNOK i 1998, til 125 MNOK i 2004, en økning på 50 MNOK. Etter ikrafttredelsen har kvoteverdien økt fra omtrentlig 131 MNOK til 333 MNOK, en økning på rundt 200 MNOK. Strukturkvoteordningen har bidratt positivt til å øke lønnsomheten i bransjen, hvilket igjen bidrar til økt selskapsverdi.

Ettersom analysen utføres over et langt tidsspenn, er det av interesse å undersøke om rederiet har valgt riktig salgstidspunkt, eller om de kunne fått mer igjen dersom de hadde solgt ved et tidligere tidspunkt. Ved beregning av Regina Fisk AS' selskapsverdi for hvert år i analyseperioden, forutsettes det at markedsverdien som ble betalt for selskapet er reell. Forutsetningen tas for å kunne bruke denne markedsprisen som utgangspunkt for å finne selskapsverdi i perioden før salgstidspunktet. Enterprise Value beregnes ved å neddiskontere selskapsverdi år for år med varierende WACC som diskonteringsfaktor. Årlig selskapsverdi forutsettes dermed som markedsverdi, uten at det kan kontrolleres at dette er konsistent og reelt. Det viser seg at selskapsverdien har positiv vekst gjennom hele analyseperioden, og at den høyeste selskapsverdien deres dermed oppnås i salgsåret, 2021, lik 359 424 TNOK. Pris/bok-verdi er riktignok på sitt høyeste, 19, i 2019. Dette skyldes at selskapets bokførte verdi minker dette året. Salgstidspunkt for Regina Fisk AS vil være riktig i 2021, da differansen er størst mellom selskapsverdi og boført verdi, og de får mest igjen i kroner og øre.

6.2 Selge eller investere?

Med hensyn til å vurdere salgstidspunktet til Regina Fisk AS, benyttes tenkt scenario i forbindelse Discounted Cash Flow-analysen hvor vi undersøker beregnet selskapsverdi dersom de ikke hadde solgt. Det forutsettes da at det må investeres i nytt fartøy for å kunne fortsette driften, og investeringssum settes til 400 MNOK, lik referanseinvesteringen. Ved å utføre analysene som hensyntar både videre drift og salg etter forutsetninger basert på økonomisk teori, er selskapsverdi betydelig høyere ved den reelle situasjonen hvor det selges. Resultatet av analysene gir en selskapsverdi ved bruk av DCF-metoden lik 165 345 TNOK i 2021. Verdien er betydelig lavere enn ved CCF-, FCF- og RI-metoden som alle gir en selskapsverdi på 359 424 TNOK i samme år.

Grunnet betydelig lavere beregnet selskapsverdi ved DCF-metode, er nytt scenario utarbeidet hvor det undersøkes hvilken verdi RONIC og vedvarende vekst må ha for at selskapsverdi ved DCF skal bli lik som ved CCF, FCF og RI. Resultatene er en RONIC lik 20,7 prosent, og vedvarende vekst lik 3,35 prosent. En RONIC lik 20,7 prosent tilsvarer gjennomsnittlig ROIC for perioden 1998-2021. Selv om det observeres en stigende trend ved kalkulering av ROIC i perioden 2022-2026, anser vi det som usannsynlig at en slik RONIC oppnås i nærmeste

fremtid ved en investering på 400 MNOK. Vedvarende vekst må i tillegg øke med over ett prosentpoeng, i forhold til vekst hentet fra gjennomsnitt av konsumprisindeksen i perioden 1998-2021.

Konsumprisindeksen har steget 6,4 prosent (SSB, 2023) fra april 2022 til april 2023. Veksten er betydelig, og ses i sammenheng med høy inflasjon i Norge i perioden. Basert på en slik vekst kunne en vedvarende vekst lik 3,35 prosent vært ansett realistisk. Det anses likevel for å være strengt urealistisk at en slik vekst opprettholder seg over en lengre periode, og vedvarende vekst skal representere en vekst i all overskuelig fremtid. Av den grunn vurderes heller vedvarende vekst mot den historiske gjennomsnittlige veksten i konsumprisindeksen. På bakgrunn av disse vilkårene anser vi scenarioet hvor fortsatt drift gir en selskapsverdi lik CCF-, FCF- og RI-metode som urealistisk.

Tendensene i selskapet sett opp mot bransjen tilsier at det har ligget i kortene en periode at selskapet skulle selges. I de senere år har selskapet tatt hyppige utbytter, av relativt store summer. Utbytter er tatt på tross av at fartøyet er langt forbi økonomisk levetid, og dermed krever investeringer innen rimelig tid. Manglende investeringstakt har også sørget for at de har vokst lite siden strukturvotekjøpet i 2008. Frem mot 2021 har de i tillegg sørget for å kvitte seg med gjeld, og er fri for langsiktig gjeld på salgstidspunktet. En planlagt avvikling kan eksempelvis skyldes de strenge reguleringene rundt fiskeribransjen. Deltakerlovens § 4 stadfester krav om ervervstillatelse, for derved å kunne drive fiske med ett bestemt fartøy. For å få ervervstillatelse stilles det krav om tidligere aktivitet i fiske eller fangst, jf. deltakerlovens § 6. Dersom § 6 ikke oppfylles, vil heller ikke § 4 oppfylles. Av den grunn kan det være vanskelig å videreføre drift til neste generasjon, dersom ikke arvtagere svarer til § 4 om tidligere aktivitet innen fiske eller fangst.

Kalkulering av lav selskapsverdi ved videre drift og investering kan tyde på at kjøpende part, Norderveg AS, har planlagt å utnytte overkapasiteten de virker å ha på sine fartøy, enn å investere i nytt fartøy. Det vises av de ulike scenarioene at det kreves en betydelig høyere RONIC for å skape samme lønnsomhet som oppnås ved salg for Regina Fisk AS. På bakgrunn av analysene anser vi det for et riktig valg å selge, kontra tenkt scenario hvor driften føres videre og selskapet tvinges til å gjøre investeringer.

6.3 Makroøkonomiske påvirkninger

Flere ulike faktorer har påvirkningskraft for fastsettelse av verdsettelse. De makroøkonomiske omgivelsene rundt Regina Fisk AS og resten av bransjen er en av disse faktorene. Ved å studere de makroøkonomiske omgivelsene, har vi funnet kvotereguleringen og strukturkvoteordningen til å være betydningsfull for hvordan selskap i bransjen verdsettes. Investering i virksomheter baserer seg på forventning om fremtidig avkastning, hvilket gjør fremtidsrettede analysemetoder attraktiv innenfor verdsettelseslitteraturen. Prognosene forespeiler seg likevel på historisk prestasjon, samt overveielser angående andre utslagsgivende faktorer og deres utvikling. Vi anser fordeling av strukturgevinst for å være en slik overveielse.

De fire ulike modellene *1*, *2*, *3* og *X* som skisseres av Fiskeridirektoratet når det gjelder fordelingen av strukturgevinst, gir ulike incentiver til struktureringstakten i bransjen. Av den grunn vil regjeringens endelige valg om hvordan strukturgevinst skal fordeles, være utslagsgivende for hvor mye strukturering som vil forekomme i årene fremover. Dersom regjeringen velger en modell som benytter strukturkvote i tillegg til grunnkvote som fordelingsnøkkel for strukturgevinsten, anses det logisk at dette vil påvirke til å øke struktureringstakten. De ulike fartøyene med ledig kapasitet kan da sikre seg større kvoteandeler ved å investere i fartøy med hensyn til å utføre strukturering. Vi anser salget av fartøyet *Frantsen Junior* for å være et slikt tilfelle, gitt fartøyets høye alder og mangel på investeringer i løpet av analyseperioden.

På den annen side kan regjeringen velge en modell hvor strukturgevinst kun fordeles med hensyn til fartøyenes grunnkvoter. I dette tilfellet vil det ikke tilfalle spesifikke goder til fartøyer som velger å strukturere, med hensyn til strukturgevinstfordelingen. Så fort incentivene blir færre, kan det sørge for å dempe struktureringstakten og investeringsraten. Dersom det er mindre attraktivt å investere i fartøy for å strukturere, vil verdiutviklingen kunne antas å bremse kontra hvis incentivene er flere. Forventningene rundt utfallet av strukturgevinstfordelingen, kan derfor ha spilt en rolle i forhandlingene rundt kjøpet av Regina Fisk AS. Eksempelvis kan kjøpende part, Norderveg AS, ha gitt sitt tilbud i henhold til en forventning om at det vil lønne seg sett mot endelig resultat av strukturgevinstfordeling. Forventninger rundt makroøkonomiske forhold kan derfor være en verdidriver.

6.4 Makroøkonomiske ringvirkninger

Regina Fisk AS' verdsettelse gjennom analyseperioden er i tråd med verdsettingsreglene for unoterte selskaper, som verdsettes til bokført verdi. Funnene viser at selskapsverdi gjennom hele analyseperioden har vært minimum syv ganger høyere enn bokført verdi. Andresen og Bø (2022), Gobel og Hestdal (2015) og Birknes og Lilland (2018) har alle undersøkt verdsetting av unoterte selskaper. Resultatene av deres arbeid skildrer en virkelighet hvor verdsetting i stor grad er fordelaktig for investorer, og samtidig til ulempe for samfunnet med tanke på skatteinntekter. Dersom gapet mellom reelle verdier og bokførte verdier var mindre, ville staten kunne hentet mer offentlige inntekter gjennom formuesbeskatningen grunnet økt skattebase. Regnskapene til unoterte selskaper fastsettes med hensyn til regnskaps- og revisjonsstandarder, men selv om disse benyttes, kan selskapet også til dels gjøre egne vurderinger ved utarbeiding av regnskapet. Eksempelvis regnskapsføringen av ulike formuesobjekter, og behandlingen av eventuelle opp-, ned- og avskrivninger ettersom hvordan den reelle verdien utvikler seg (Andresen & Bø, 2022). Dersom regnskapet eksempelvis utarbeides med hensyn på å minimere bokført verdi, vil det være til fordel for eiernes interesser om å senke sin formuesskatt.

Gapet som observeres mellom beregnet selskapsverdi og bokført verdi har liten praktisk betydning for Regina Fisk AS som selskap, da det antas at kvoteverdiene er kjent for aktører innenfor bransjen, eksempelvis bankvirksomheter. Det er derimot av samfunnsøkonomisk betydning fordi selskapets verdi er avgjørende for formuesbeskatning av aksjeeierne. Formuesskatt baserer seg på et skattesubjekts nettoformue, og det er komplisert å foreta noen form for presis utregning av beskatning både før og etter salg.

Selv om det ikke gjøres noen form for utregning rundt formuesbeskatningen, er det likevel enkelte åpenbare forhold. De betydelige skjulte verdiene inkluderes ikke skatteberegningen, og stat og kommune går dermed glipp av formuesskatteinntekter. Dette er i tråd med funnene til Andresen og Bø (2022), som blant annet finner at aksjonærer i 2022 skattlegges for anslagsvis 35 prosent av reell verdi av unotert aksje. Da er verdsettingsrabatt tatt høyde for. Endringer i skatteloven rundt de paragrafer som tar for seg formuesbeskatning og verdsetting av unoterte aksjer kunne dermed ha sørget for mer skattekrone til stat og kommune årlig. En slik innskjerping kan resultere i en negativ prisutvikling for unoterte selskaper, da et incentiv til å investere delvis forsvinner.

7 Konklusjon

Studien er gjennomført med hensyn til å besvare problemstillingen:

Kan tradisjonell regnskapsbasert verdsetting av fiskefartøy med tilhørende kvoter rettferdiggjøre fartøyets markedspris?

I tillegg ble det utarbeidet fire forskningsspørsmål. For å kunne besvare forskningsspørsmålene og problemstillingen, er det benyttet ulike lønnsomhets- og verdsettelsesteknikker, lover og reguleringer, samt relevant teori. Funnene våre viser at tradisjonell regnskapsbasert verdsetting av fiskefartøy med tilhørende kvoter *kan* rettferdiggjøre fartøyets markedspris, basert på analyse av historisk utvikling, under visse forutsetninger.

Ved å utføre tradisjonell regnskapsbasert verdsettelsesanalyse belyser funnene våre at lønnsomhet er viktig for verdsettelsen av selskapet. Positive funn gjøres på tross av informasjonsfattige regnskap etter NRS 8-standard, som kompliserer utførelsen av studiet. Analyse av kontantstrømmer, både historisk og fremtidig, samt superprofitt er avhengig av lønnsom drift for å øke verdien til et selskap. Avkastning på investert kapital må overgå den vektede kapitalkostnaden, som må overgå vekst, for å sørge for verdiskapning. Sammenhengen skrives $ROIC > WACC > g$, og vises å stemme gjennom scenarioanalyse ved bruk av Discounted Cash Flow-metoden. Sammenligning av resultat ved bruk av Discounted Cash Flow-metoden og Capital Cash Flow-, Free Cash Flow- og Residual Income-metoden viser at selskapet basert på våre økonomiske forutsetninger, ikke vil oppnå høyere verdi ved fortsatt drift fremfor salg. For å finne de økonomiske forutsetninger som ga lik verdi ved videre drift, utførte vi en scenarioanalyse hvor vedvarende vekst og forventet avkastning på investert kapital ble justert. De tilfredsstillende nivåene for vedvarende vekst, og forventet avkastning på investert kapital, anses som urealistisk med tanke på investeringen som forutsettes å være nødvendig. Selskapet har dermed gjort rett i å selge, fremfor å investere.

Vi har rettet oppmerksomhet mot lover og reguleringer som anses relevant innen pelagisk fiskerinæring. Sett opp mot verdsettingen av selskapet, anser vi strukturvoteordningen og den pågående utarbeidelsen for regulering angående fordeling av strukturgevinst som aktuell. Resultatet kan i stor grad påvirke verdien av selskaper innen ringnotgruppen, basert på

hvordan kvotene til de ulike selskapene er organisert. Selskaper som strukturerer øker sitt kvotegrunnlag og tar markedsandeler, hvilket stimulerer vekst. Vi anser en strukturgevinstfordeling som favoriserer høy struktureringstakt i form av at strukturgevinsten fordeles også på strukturkvotene, som en verdidriver. Lover og regulering anses dermed å ha en markant påvirkning på verdsetting.

Funnet av den reelle markedsverdien til Regina Fisk AS gjennom våre analyser, er betydelig høyere enn bokført verdi. Det er dermed betydelig skjult verdi i form av grunnkvoter i selskapet. Verdsettelsen har rent praktisk liten betydning for selve selskapet, men påvirker makroøkonomiske forhold. Funnet tyder på tapte skatteinntekter gjennom formuesbeskatning, da de skjulte verdiene ikke tilfaller skattebasen, grunnet skattereglene rundt verdsetting for unoterte selskap. I tillegg kan lavere beskatning i unoterte kontra noterte selskaper føre til at investorer dreier sine investeringer mot unoterte selskaper for å minke sitt skattetrykk.

Svaret på problemstillingen, at tradisjonell regnskapsbasert verdsetting *kan* rettferdiggjøre fartøyets markedspris, basert på analyse av historisk utvikling, må ses i sammenheng med de forutsetninger som er tatt. Enkelte nøkkeltall er beregnet med hensyn til forutsetninger. Salgsverdien de har mottatt for fartøyet, trenger nødvendigvis ikke være representativ overfor resten av bransjen. Salget kan være et resultat av en kjøpende aktør som er over-ambisiøs overfor bransjens fremtidsutsikter, basert på historisk vekst og lønnsomhet, og det mulige utfallet av strukturgevinstfordelingen. Forutsetningen om at forskjellen mellom bokført- og virkelig verdi tilskrives kvoteverdier, grunngir at selskapets verdi hovedsakelig er tilknyttet kvoteverdiene. Eventuell rabatt eller prispremium ved salg hensyntas dermed ikke.

Markedsverdi kan forsvares ved mer ambisiøse forutsetninger i analyse av fremtidig utvikling. Den kan derimot ikke forsvares ved de opprinnelige forutsetninger som baserer seg på lønnsomhetsteori. En ekstern investor ville forkastet investeringen grunnet lavere forventet avkastning på investert kapital enn kapitalkostnaden, $RONIC < WACC$. De ambisiøse forutsetningene krever en $RONIC$ og vedvarende vekst som ikke anses realistisk i henhold til scenario som forespeiles. Kjøpende part er derfor enten en over-ambisiøs aktør, eller forventer å oppnå bedre marginer ved eksempelvis heller å strukturere for å utnytte ledig kapasitet på sine fartøy.

8 Videre forskning

Studiet er en case-studie og anses ikke å ha mye overførbare resultater og funn til andre fartøyer innen ringnotgruppen. Dette skyldes dens spesifikke natur og de variasjoner fra fartøy til fartøy i bransjen. Dersom en skal benytte vårt arbeid, kan det være interessant å undersøke hvilke utslag de ulike strukturegevinst-modellene ville gitt for Regina Fisk AS. Eventuelt kan det forsøkes å beregne formuesskatt for aksjonærer i Regina Fisk AS ved bruk av våre resultater. Superprofitt-beregningene kan benyttes som data til analyse av grunnrentebeskatning i fiskerinæringen. Det kan også være interessant å utføre lignende case-studier for andre fartøy i bransjen, for å sammenligne resultater. En bransjestudie av flåten kan også være interessant, for å gi et mer helhetlig bilde av flåten.

Referanseliste

- Andresen, M. E. & Bø, E. E. (2022). *Verdsetting av unoterte selskaper*. Statistisk sentralbyrå. https://www.ssb.no/en/virksomheter-foretak-og-regnskap/skatt-for-naeringsvirksomhet/artikler/valuation-of-unlisted-equity-in-norway/_attachment/inline/2dfe00a0-9082-41c4-b35e-d3401974b074:c5f351dd34888e134a97ea5d1c4a057b23e24aea/RAPP2022-31.pdf
- Bauman, M. P. (2014). Forecasting operating profitability with DuPont analysis: Further evidence. *Review of Accounting and Finance*, 13(2), 191-205.
- Bertheussen, B. A. (2022). *Privat gevinst på fellesressurser*. <https://munin.uit.no/bitstream/handle/10037/26937/article.pdf?sequence=4>
- Bertheussen, B. A. & Vassdal, T. (2022). Rent generation under the Norwegian rights-based pelagic fishery. *Frontiers in Marine Science*, 9, 254.
- Birknes, S. & Lilland, O. G. (2018). *Formuesskatt på børsnoterte aksjer: analyse av verdsettelsesgrunnlaget for børsnoterte og ikke-børsnoterte aksjer*. [Masteroppgave]. NHH.
- Buchanan, J. M. (1991). Opportunity cost. *The world of economics* (s. 520-525). Springer.
- Cavallin, C. (2006). *Forholdet mellom teori og metode*. Metode i religionsvitenskap. Pax, Oslo, 14-28.
- Engø, T. (2022). *Ble solgt for flere hundre millioner*. Kystmagasinet. <https://www.kystmagasinet.no/brukt-bat-kvoter-kvotesalg/ble-solgt-for-flere-hundre-millioner/1122677>
- Feltham, G. A. & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary accounting research*, 11(2), 689-731.
- Fiskebåt, LO og norsk sjømannsforbund. (2022). *Tariff 2022 mellom Fiskebåt på den ene side og Landsorganisasjonen i Norge og Norsk sjømannsforbund på den annen side*.
- Fiskeribladet. (2022a, 25. April). *EU vil stille strenge miljøkrav for norsk fisk:- Vil prege fiskerinæringen i årene som kommer*. <https://www.fiskeribladet.no/fiskeri/eu-vil-stille-strenge-miljokrav-for-norsk-fisk-vil-prege-fiskerineringen-i-arene-som-kommer/2-1-1205196>
- Fiskeribladet. (2022b, 8. juli) *Se tegninger av Halstensens nye «Gardar» til 400 millioner kroner*. <https://www.fiskeribladet.no/okonomi/se-tegninger-av-halstensens-nye-gardar-til-400-millioner-kroner/2-1-1254181>
- Fiskeridirektoratet. (2015, 26. Oktober). *Regelverk og reguleringer*. <https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Regelverk-og-reguleringer>

- Fiskeridirektoratet. (2022a, 30. november). *Fangst fordelt på måned*.
<https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Tall-og-analyse/Fangst-og-kvoter/Fangst/Fangst-fordelt-paa-maaned>
- Fiskeridirektoratet. (2022b). *Fartøygrupper, 2003-2021*. [012 Ringnotsnurpere].
<https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Tall-og-analyse/Loennsomhet/Tidsserier>
- Fiskeridirektoratet. (2023). *Kvotefaktorer og strukturgevinst, andre fartøygrupper*.
<https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Tall-og-analyse/Fangst-og-kvoter/kvotefaktorer-strukturkvoter-og-strukturgevinst/kvotefaktorer-og-strukturgevinst-andre-fartoygrupper>
- Fiskeridirektoratet. (u.å). *Om statistikken – Lønnsomhet fiskeflåten*.
<https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Tall-og-analyse/Loennsomhet/Om-statistikken-Loennsomhet-fiskeflaaten>
- Floberg, W. & Tyssøy, C. (2016). *Lønnsomhetsanalyse av den norske ringnotflåten: fører større kvoter til økt lønnsomhet, og er strukturkvoter lønnsomt?* [Masteroppgave]. NHH.
- Flyvbjerg, B. (2011). Case study. *The Sage handbook of qualitative research*, 4, 301-316.
- Friedman, L. A. & Neumann, B. R. (1980). The effects of opportunity costs on project investment decisions: A replication and extension. *Journal of Accounting Research*, 407-419.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 23(2), 3-17.
- Gjesdal, F. & Johnsen, T. (2010). *III.2 Verdsettelsesteori*. Upublisert.
- Gobel, M. N. & Hestdal, T. (2015). *Formuesskatt på unoterte aksjer*. [Masteroppgave]. NHH.
- Jonassen, B. M. & Møller, R. (2015). Normalisering av arbeidskapital i transaksjoner. *Revisjon og Regnskap*, 1, 20-26. <https://www.revregn.no/asset/pdf/2015/1-20-6.pdf?fbclid=IwAR3utRa8XqX3w8C-ZqKZfGKsEQLmi1ozgzny0mT0RAHpgIBv-ZLJmmz8JEA>
- Kinserdal, F. (2017). Verdsettelse – Ulike metoder gir samme verdi. *Magma*, 3, 54-66.
- Kinserdal, F. (2018). Nye og bedre nøkkeltall i regnskapsanalysen. *Revisjon og Regnskap*, 7, 22-27. <https://www.revregn.no/asset/pdf/2018/7-22-7.pdf>
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (Bd. 499). John Wiley and sons.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley and sons.

- KPMG. (2022, 01. Februar). *Internprising (transfer pricing)*. <https://verdtavite.kpmg.no/internprising-transfer-pricing/>
- Markman, G. D., & Gartner, W. B. (2002). Is Extraordinary Growth Profitable? A Study of Inc. 500 High-Growth Companies. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27 (1), 65-75.
- Miles, J. A. & Ezzell, J. R. (1980). The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. *Journal of financial and quantitative analysis*, 15(3), 719-730.
- Mork, K. A. (2023, 14. mai). Kronesvakheten er fundamental. *Dagens Næringsliv*. <https://www.dn.no/okonomi/kronekursen/inflasjon/lonnsoppgjoret-2023/kronesvakheten-er-fundamental/2-1-1449300>
- Morningstar. (u.å). *OSE Oslo Børs Benchmark*. <https://www.morningstar.com/indexes/xosl/osebx/performance?fbclid=IwAR3xza07aXgvo11laUHSMBiKgVnNIqaPjoPh9PkwEDLjb-OJPLIUk8tAu60>
- Nofima. (2022, 23 mars). *Verdt å vite om fiskekvoter*. <https://nofima.no/fakta/verdt-a-vite-om-fiskekvoter/#ib-toc-anchor-6>
- Norges Bank. (2021). *Statsrenter*. <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/syntetiske-renter/>
- Norges Bank. (2022). *Statslån - Generiske renter*. <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?frequency=B&startdate=2022-02-23&stopdate=2023-02-23>
- Norges Bank. (2023). *Inflasjon*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>
- Norges Sildesalgslag. (2015, 23. Januar). *850 basistonn for ringnot og fire kvotefaktorer for torsketraal*. <https://www.sildelaget.no/no/media/nyhetsarkiv/arkiv/2015/januar/850-basistonn-for-ringnot-og-fire-kvotefaktorer-for-torsketraal/>
- Norges Sildesalgslag. (2023, 31. Januar). *Pelagiske markedsutsikter: Forvaltningen av pelagiske bestander fremstår utfordrende men markedsutsiktene er lysere, skriver analytiker*. <https://www.sildelaget.no/no/media/nyhetsarkiv/siste-nytt/pelagiske-markedsutsikter/>
- Norges Sjømatråd. (2021, 21. Desember). *Hvorfor ble 2021 et historisk godt eksportår?*. <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/hvorfor-ble-2021-et-historisk-godt-eksportar/>
- Norges Sjømatråd. (2023, 3. februar). *Prisvekst førte til rekordstart for sjømateksporten i 2023*. <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/prisvekst-for-te-til-rekordstart-for-sjomateksporten-i-2023/>
- Norges Sjømatråd. (u.å). *Nøkkeltall*. <https://nokkeltall.seafood.no/>

- NorskFisk. (2022, 21. januar). *Disse 200 fisket for mest i 2021!*
<https://norskfisk.no/2022/01/21/disse-200-fisket-for-mest-i-2021/>
- NOU 2016: 26. (2016). *Et fremtidsrettet kvotesystem*. Nærings- og fiskeridepartementet.
Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2016-26/id2523539/?q=kvotesystem&ch=4>
- NRS 8. (2022). *Norsk regnskapsstandard 8 - God regnskapsskikk for små foretak*.
<https://www.regnskapsstiftelsen.no/wp-content/uploads/2021/10/2022-01-NRS-8-God-regnskapsskikk-for-sma-foretak-jan-2022.pdf>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2022a, 7. oktober). *Høringsnotat – Fordeling av strukturgevinst fra utløpt tidsbegrensning i strukturkvoteordningen*.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/a75672e7d17f45ba92053c0fe1fca684/strukturgevinst-til-horingsnotat.pdf>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2022b, 20. desember). *Høringsnotat: Ny modell for strukturgevinstfordeling*.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/e74159e21741450aa1f296bde939b59a/horingsnotat-ny-modell-for-strukturgevinstfordeling-3932159.pdf>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2022c, 20. desember). *Alternativ modell for fordeling av strukturgevinst fra utløpt tidsbegrensning på strukturkvoter til høring*.
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/alternativ-modell-for-fordeling-av-strukturgevinst-fra-utlopt-tidsbegrensning-pa-strukturkvoter-pa-horing/id2952382/>
- O’Hanlon, J. & Peasnell, K. (2004). Residual income valuation: Are inflation adjustments necessary? *Review of Accounting Studies*, 9, 375-398.
- Ohlson, J. A. & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies*, 10, 349-365.
- Pascoe, S. & Gréboval, D. (2003). *Measuring capacity in fisheries*. Food & Agriculture Org, No. 445, 5.
- Petersen, C., Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis*. Fagbokforlaget.
- Prop. 78 LS (2022-2023). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-78-ls-20222023/id2968438/?ch=1>
- PwC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. (2022).
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen. (2022, 8. mars). *Grønn verdiskapning og økt bearbeiding i sjømatindustrien: Rammepåvirkninger i sjømatindustrien*. Nærings- og fiskeridepartementet.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/rapport-8-mars-2022/id2898776/?ch=5>

- Riksrevisjonen. (u.å). *Riksrevisjonens undersøkelse av kvotesystemet i kyst- og havfisket*.
<https://www.riksrevisjonen.no/undersokelse-av-kvotesystemet-i-kyst-og-havfisket/rapport/lonnsomhet/>
- Ritter, J. R. & Warr, R. S. (2002). The decline of inflation and the bull market of 1982–1999.
Journal of financial and quantitative analysis, 37(1), 29-61.
- Ruback, R. S. (2000). Capital cash flows: a simple approach to valuing risky cash flows.
Draft.
- Ruback, R. S. (2002). Capital cash flows: a simple approach to valuing risky cash flows.
Financial management, 85-103.
- SINTEF. (2020, 7. februar). *Oppdatert klimaregnskap for norsk sjømat*.
<https://www.sintef.no/siste-nytt/2020/oppdatert-klimaregnskap-for-norsk-sjomat/>
- Sjøfartsdirektoratet. (2015). *Opphugging av skip: fakta om skipsopphugging*.
<https://www.sdir.no/sjofart/fartoy/miljo/oppugging-av-skip/>
- Skatteetaten. (2023). *Verdsettingsrabatt ved fastsetting av formue*.
<https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/verdsettingsrabatt-ved-fastsetting-av-formue/>
- St. Meld. Nr 21 (2006-2007). *Strukturpolitikk for fiskeflåten*. Nærings- og fiskeridepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/Stmeld-nr-21-2006-2007/id457876/>
- Statistisk sentralbyrå. (2022). *De største næringene*. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-naeringsliv>
- Statistisk sentralbyrå. (2023). *Konsumprisindeksen*.
<https://www.ssb.no/statbank/table/03014/tableViewLayout1/>
- Statistisk sentralbyrå. (u.å.a). *Bankens innskuddsrenter*.
<https://www.ssb.no/statbank/table/08175/tableViewLayout1/>
- Statistisk sentralbyrå. (u.å.b). *Gjennomsnittlig økonomisk levetid (antall år)*.
<https://www.ssb.no/184994/gjennomsnittlig-ekonomisk-levetid-antall-ar>
- Vassdal, T. (2015). *Diskontering av fri kontantstrøm gir samme verdi som diskontering av Residual Income-metoden*. Universitetet i Tromsø. Tromsø. Upublisert.

Vedlegg

Fangstmengde i tonn per fiskeslag for den pelagiske flåten.

(Fiskeridirektoratet, 2023).

Volum (tonn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tobis og annen sild	42 480	30 447	82 499	100 859	40 867	120 205	69 531	124 786	244 379	146 442	81 676
Sild, norsk	491 000	360 696	263 131	176 176	197 421	389 383	332 028	430 507	409 436	489 568	446 263
Sild, annen	119 713	146 769	144 173	136 920	154 289	137 594	168 360	131 028	118 009	96 235	133 969
Makrell	176 109	164 729	277 735	241 988	210 346	222 307	187 223	159 085	211 618	270 761	294 040
Lodde	269 159	161 553	76 683	121 827	58 239	59 266	197 540	5	0	42 358	131 282
Kolmule	118 176	196 246	399 520	489 439	310 412	399 363	438 428	350 974	354 033	233 943	194 973

Gjennomsnittspris per kilo for pelagisk fiskeslag.

(Fiskeridirektoratet 2023).

Pris (kr/kg)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tobis og annen sild	2,07	2,14	1,70	1,97	2,88	1,61	2,26	2,99	3,58	3,51	3,09
Sild, norsk	6,11	5,10	5,45	6,61	7,57	4,55	4,50	4,37	5,86	6,43	7,04
Sild, annen	4,69	4,03	3,37	5,08	6,21	3,82	3,92	5,28	6,33	6,25	6,41
Makrell	7,33	8,68	6,97	8,39	11,57	9,49	13,23	15,77	13,10	10,34	12,81
Lodde	1,71	2,21	1,85	2,42	4,10	5,29	2,64	0,88	0,00	14,35	4,33
Kolmule	2,34	1,96	1,45	1,89	2,70	1,45	2,15	2,51	3,20	2,54	2,67

Regina Fisk AS resultat- og balanseregnskap i analyseperioden 1998-2021.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
RESULTATREGNSKAP																								
Sum driftsinntekter	13 122	14 257	16 106	19 826	24 877	15 249	17 020	22 932	18 625	22 708	25 572	24 446	27 304	37 657	30 655	26 627	24 346	27 241	32 390	32 115	32 783	27 828	34 609	33 539
Varekostnad	962	703	1 603	1 577	2 944	2 109	1 859	1 883	2 254	5 776	3 393	2 754	3 111	3 169	3 045	2 999	3 479	1 944	2 789	3 292	3 939	3 403	2 192	3 142
Lønnskostnader	4 306	4 061	4 716	6 110	7 592	5 542	6 010	7 511	7 129	7 360	8 791	8 429	9 167	12 834	9 637	8 665	8 184	9 675	10 738	10 173	11 448	10 386	12 686	11 921
Herav kun lønn					7 126	5 403	5 918	7 312			6 715	6 715	8 214	7 880	11 421	8 421	7 441	6 896	8 397	9 547	8 995	11 230	10 136	12 365
Pensjonskostnader														1 079		1 010	1 000	1 000	1 000	1 000			59	59
Avskrivninger	129	154	611	308	1 031	1 018	1 007	1 006	997	989	1 027	2 534	2 523	2 493	2 057	2 066	2 056	2 064	2 055	2 022	2 005	2 005	2 005	1 997
Andre driftskostnader	5 918	4 114	4 875	5 978	5 661	4 240	2 935	4 525	3 362	3 480	3 842	7 688	4 139	7 776	4 005	2 862	3 656	3 673	5 152	4 577	5 091	3 245	5 967	5 222
Sum driftskostnader	11 315	9 032	11 805	13 973	17 228	12 909	11 811	14 925	13 741	17 605	17 053	21 404	18 940	26 272	18 744	16 592	17 375	17 356	20 734	20 064	22 483	19 040	22 851	22 283
Driftsresultat	1 807	5 225	4 301	5 853	7 649	2 340	5 209	8 006	4 884	5 103	8 519	3 042	8 364	11 384	11 911	10 035	6 971	9 885	11 656	12 051	10 300	8 788	11 759	11 256
Sum finansinntekter	278	396	533	840	852	487	121	181	364	544	675	240	382	652	693	715	462	336	213	186	196	287	121	164
Sum finanskostnader	202	158	321	178	359	280	91	201	27	30	541	495	463	371	323	263	201	170	118	65	18	92	2	4
Netto finans	76	238	212	662	493	207	30	-20	337	515	133	-256	-81	280	371	452	261	165	95	122	177	195	119	160
Resultat før skatt	1 883	5 463	4 513	6 515	8 142	2 547	5 239	7 987	5 221	5 618	8 652	2 786	8 283	11 665	12 282	10 487	7 233	10 050	11 752	12 173	10 477	8 983	11 877	11 416
Skattekostnad	531	1 529	1 269	1 842	2 286	718	1 467	2 236	1 461	1 974	3 582	-379	2 310	3 266	3 439	2 696	1 953	2 290	2 747	2 750	2 258	1 996	2 613	2 512
Årsresultat	1 352	3 934	3 244	4 673	5 856	1 829	3 772	5 751	3 760	4 044	5 071	3 165	5 973	8 399	8 843	7 791	5 280	7 760	9 005	9 423	8 219	6 987	9 264	8 904
Avsatt utbytte	1 350	2 000	1 000	5 000	6 000	1 820	3 472			1 000					8 800	0	10 000	7 800	9 000	14 000	8 000			
BALANSEREGNSKAP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Konsesjoner, patenter, lisenser											29 971	28 472	26 974	25 475	23 977	22 478	20 980	19 481	17 982	16 484	14 985	13 487	11 988	10 276
Utsatt skattefordel														0										102
Tomter, bygninger og eiendom	62	59	58	57	187	180	172	166	159	153	755	707	662	621	583	548	515	485	0	0				
Maskiner og anlegg			3 182																					
Skip, rigger, fly og lignende		3 700		9 778	9 278	8 778	8 278	7 778	7 278	6 778	6 278	5 778	5 278	4 778	4 278	3 778	3 278	2 778	2 278	1 778	1 278	778	278	0
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	298	353	386	2 826	4 278	3 868	3 368	2 909	2 419	1 936	1 532	1 045	565	111	151	119	161	107	62	38	31	25	18	11
Investeringer i aksjer og andeler		220						140	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	0		
Obligasjoner og andre langsiktige fordr.		144	144	129	32	0																		
Andre fordringer										115	0	505	525	80	0									
Andre anleggsmidler	3 895	0	0	0	0																			
Sum anleggsmidler	4 475	4 476	3 770	12 790	13 875	12 825	11 818	10 992	10 008	9 134	38 688	36 659	34 156	31 217	29 141	27 075	25 086	23 003	20 474	18 452	16 447	14 289	12 284	10 389
Kundefordringer	277	283	40	0	0	389	364	349	452	580	648	565	648	22	481	183	184	0						
Andre fordringer		1	512	0	9	339	60	157	140	120	5 308	6 611	10 115	5 309	877	932	926	1 047	1 176	1 487	1 240	431	648	463
Markedsbaserte aksjer		2 000	2 003	2 003	2 002	0																		
Kasse/Bank/Post	6 404	7 613	6 686	11 071	10 306	7 065	8 500	13 964	12 827	18 950	10 520	11 671	16 413	26 681	29 051	21 903	23 406	28 421	26 783	28 307	20 925	11 137	24 783	26 386
Andre omløpsmidler	141	0	0	0	0																			
Sum omløpsmidler	6 822	9 614	9 484	13 114	12 317	7 404	8 949	14 485	13 315	19 522	16 408	18 847	27 176	32 012	30 409	23 018	24 516	29 468	27 960	29 795	22 165	11 568	25 431	26 849
TOTALE EIENDELER	11 297	14 090	13 254	25 904	26 192	20 229	20 767	25 478	23 324	28 656	55 096	55 506	61 332	63 229	59 550	50 093	49 602	52 471	48 434	48 247	38 612	25 858	37 715	37 239
BALANSEREGNSKAP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Aksjekapital/Selskapskapital	600	600	600	600	600	600	600	600	6 900	6 900	100	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Overkursfond											15 193	15 193	15 193	15 193	15 193	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993	8 993
Annen innskutt egenkapital									6 300	0	6 900													
Annen egenkapital		5 697	7 942	7 615	7 470	7 479	7 779	7 230	10 990	14 034	5 071	7 858	6 475	5 020	5 063	12 854	8 134	8 094	8 098	3 522	3 741	1 728	10 992	10 696
Sum egenkapital	4 363	6 297	8 542	8 215	8 070	8 079	8 379	14 130	17 890	20 934	27 263	30 051	28 668	27 213	27 256	28 847	24 127	24 086	24 091	19 515	19 734	17 721	26 985	26 689
Utsatt skatt	536	613	580	629	834	1 025	1 141	1 196	1 199	1 159	9 475	8 949	8 399	7 833	7 373	6 647	6 178	5 275	4 623	4 002	3 417	3 002	2 580	
Sum avsetninger til forpliktelser		613	580	629	834	1 025	1 141	1 196	1 199	1 159	9 475	8 949	8 399	7 833	7 373	6 647	6 178	5 275	4 623	4 002	3 417	3 002	2 580	
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	1 925	1 225	525	4 750	3 750	2 750	1 750	750			12 000	10 800	9 600	8 400	7 200	6								

Regina Fisk AS omgruppert resultat- og balanseregnskap i analyseperioden 1998-2021.

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %
Resultatregnskap omgruppert	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sum driftsinntekter	13 122	14 257	16 106	19 826	24 877	15 249	17 020	22 932	18 625	22 708	25 572	24 446	27 304	37 657	30 655	26 627	24 346	27 241	32 390	32 115	32 783	27 828	34 609	33 539
Varekostnad	962	703	1 603	1 577	2 944	2 109	1 859	1 883	2 254	5 776	3 393	2 754	3 111	3 169	3 045	2 999	3 479	1 944	2 789	3 292	3 939	3 403	2 192	3 142
Lønnskostnader	4 306	4 061	4 716	6 110	7 592	5 542	6 010	7 511	7 129	7 360	8 791	8 429	9 167	12 834	9 637	8 665	8 184	9 675	10 738	10 173	11 448	10 386	12 686	11 921
Ordinære avskrivninger	129	154	611	308	1 031	1 018	1 007	1 006	997	989	1 027	2 534	2 523	2 493	2 057	2 066	2 056	2 064	2 055	2 022	2 005	2 005	2 005	1 997
Andre driftskostnader	5 918	4 114	4 875	5 978	5 661	4 240	2 935	4 525	3 362	3 480	3 842	7 688	4 139	7 776	4 005	2 862	3 656	3 673	5 152	4 577	5 091	3 245	5 967	5 222
Sum driftskostnader	11 315	9 032	11 805	13 973	17 228	12 909	11 811	14 925	13 742	17 605	17 053	21 405	18 940	26 272	18 744	16 592	17 375	17 356	20 734	20 064	22 483	19 039	22 850	22 282
EBIT	1 807	5 225	4 301	5 853	7 649	2 340	5 209	8 007	4 883	5 103	8 519	3 041	8 364	11 385	11 911	10 035	6 971	9 885	11 656	12 051	10 300	8 789	11 759	11 257
NOPLAT	1 301	3 762	3 097	4 214	5 507	1 685	3 750	5 765	3 516	3 674	6 134	2 190	6 022	8 197	8 576	7 225	5 089	7 216	8 742	9 159	7 931	6 855	9 172	8 780
Finansinntekter	278	396	533	840	852	487	121	181	364	544	675	240	382	652	693	715	462	336	213	186	196	287	121	164
Finanskostnader	202	158	321	178	359	280	91	201	27	30	541	495	463	371	323	263	201	170	118	65	18	92	2	4
Netto finans før skatt	76	238	212	662	493	207	30	-20	337	514	134	-255	-81	281	370	452	261	166	95	121	178	195	119	160
Resultat før skatt	1 883	5 463	4 513	6 515	8 142	2 547	5 239	7 987	5 220	5 617	8 653	2 786	8 283	11 666	12 281	10 487	7 232	10 051	11 751	12 172	10 478	8 984	11 878	11 417
Utlignet skatt	-	1 529	1 269	1 842	2 286	718	1 467	2 236	1 461	1 574	3 582	-379	2 310	3 266	3 439	2 696	1 953	2 290	2 747	2 750	2 258	1 996	2 613	2 512
Årsresultat	1 883	3 934	3 244	4 673	5 856	1 829	3 772	5 751	3 759	4 043	5 071	3 165	5 973	8 400	8 842	7 791	5 279	7 761	9 004	9 422	8 220	6 988	9 265	8 905
Utbytte	1 350	2 000	1 000	5 000	6 000	1 820	3 472	-	-	1 000	-	-	-	-	8 800	-	10 000	7 800	9 000	14 000	8 000	-	-	-
Balanseregnskapet omgruppert	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsrelaterte immaterielle eiendeler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	29 971	28 472	26 974	25 475	23 977	22 478	20 980	19 481	17 982	16 484	14 985	13 487	11 988	10 378
Driftsrelaterte varige driftsmidler	4 255	4 112	3 626	12 661	13 843	12 825	11 818	10 852	9 856	8 866	8 564	7 529	6 505	5 510	5 012	4 445	3 954	3 370	2 339	1 816	1 309	802	296	11
Driftsrelaterte finansielle anleggsmidler	220	364	144	129	32	-	-	140	153	268	153	657	678	232	153	153	153	153	153	153	153	-	-	-
Driftsrelaterte anleggsmidler	4 475	4 476	3 770	12 790	13 875	12 825	11 818	10 992	10 009	9 134	38 688	36 658	34 157	31 217	29 142	27 076	25 087	23 004	20 474	18 453	16 447	14 289	12 284	10 389
Driftsrelaterte omløpsmidler	6 822	9 614	9 484	13 114	12 317	7 404	8 949	14 485	13 315	19 522	16 408	18 847	27 176	32 012	30 409	23 018	24 516	29 468	27 960	29 795	22 165	11 568	25 431	26 849
Sum driftsrelaterte eiendeler	11 297	14 090	13 254	25 904	26 192	20 229	20 767	25 477	23 324	28 656	55 096	55 505	61 333	63 229	59 551	50 094	49 603	52 472	48 434	48 248	38 612	25 857	37 715	37 238
Leverandørgjeld	728	1 626	345	3 732	538	298	290	77	394	918	468	1 706	882	816	428	573	2 066	726	379	1 088	571	264	447	154
Skyldige offentlige avgifter	999	863	947	1 752	2 325	1 577	2 240	3 176	2 119	2 231	3 341	2 557	3 472	5 195	4 523	4 481	3 516	4 167	4 469	4 944	3 977	2 434	4 483	5 095
Ikke-rentebærende driftsrelatert gjeld	1 727	2 489	1 292	5 484	2 863	1 875	2 530	3 253	2 513	3 149	3 809	4 263	4 354	6 011	4 951	5 054	5 582	4 893	4 848	6 032	4 548	2 698	4 930	5 249
Netto investert kapital	9 570	11 601	11 962	20 420	23 329	18 354	18 237	22 224	20 811	25 507	51 287	51 242	56 979	57 218	54 600	45 040	44 021	47 579	43 586	42 216	34 064	23 159	32 785	31 989
Samlet netto eiendeler (EV)	9 570	11 601	11 962	20 420	23 329	18 354	18 237	22 224	20 811	25 507	51 287	51 242	56 979	57 218	54 600	45 040	44 021	47 579	43 586	42 216	34 064	23 159	32 785	31 989
Egenkapital (inkl utbytte)	5 713	8 297	9 542	13 215	14 070	9 899	11 851	14 130	17 890	20 934	27 263	30 051	28 668	27 213	36 056	28 847	29 127	31 886	33 091	33 515	27 734	17 721	26 985	26 689
Langsiktig rentebærende gjeld	2 461	1 838	1 105	5 379	4 584	3 775	2 891	1 946	1 199	1 159	21 475	19 749	17 999	16 233	14 573	12 647	10 978	8 875	7 023	5 202	3 417	3 002	2 580	1
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 395	1 467	1 315	1 825	4 674	4 680	3 495	6 149	1 722	3 414	2 549	1 443	10 311	13 772	3 970	3 546	3 915	6 817	3 472	3 499	2 914	2 437	3 221	5 301
Sum gjeld og EK	9 569	11 602	11 962	20 419	23 328	18 354	18 237	22 225	20 811	25 507	51 287	51 243	56 978	57 218	54 599	45 040	44 020	47 578	43 586	42 216	34 065	23 160	32 786	31 991

Regina Fisk AS omgruppert balansregnskap med goodwill i analyseperioden 1998-2021

Balansregnskapet omgruppert	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Goodwill	75263	79755	86009	90298	105213	120265	124658	131246	138388	144571	155433	189263	207875	228968	232783	247758	251533	263667	278160	284663	301009	317535	312252	332735
Konsesjoner, patenter, lisenser	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum driftsrelaterte immateriell	75263	79755	86009	90298	105213	120265	124658	131246	138388	144571	185404	217735	234 849	254 443	256 760	270 236	272 513	283 148	296 142	301 147	315 994	331 022	324 240	343 113
Driftsrelaterte varige driftsmid	4255	4112	3626	12661	13843	12825	11818	10852	9856	8866	8564	7529	6505	5510	5012	4445	3954	3370	2339	1816	1309	802	296	11
Driftsrelaterte finansielle anleg	220	364	144	129	32	0	0	140	153	268	153	657	678	232	153	153	153	153	153	153	153	0	0	0
Driftsrelaterte anleggsmidler	79738	84231	89779	103088	119088	133090	136476	142238	148397	153705	194121	225921	242032	260185	261925	274834	276620	286671	298634	303116	317456	331824	324536	343124
Driftsrelaterte omløpsmidler	6822	88707	9484	13114	12317	7404	8949	14485	13315	19522	16408	18847	27176	32012	30409	23018	24516	29468	27960	29795	22165	11568	25431	26849
Leverandørgjeld	728	1626	345	3732	538	298	290	77	394	918	468	1706	882	816	428	573	2066	726	379	1088	571	264	447	154
Skyldige offentlige avgifter	999	863	947	1752	2325	1577	2240	3176	2119	2231	3341	2557	3472	5195	4523	4481	3516	4167	4469	4944	3977	2434	4483	5095
Ikke rentebærende driftsrelate	1727	2489	1292	5484	2863	1875	2530	3253	2513	3149	3809	4263	4354	6011	4951	5054	5582	4893	4848	6032	4548	2698	4930	5249
Netto investert kapital	84833	170449	97971	110718	128542	138619	142895	153470	159199	170078	206720	240505	264854	286186	287383	292798	295554	311246	321746	326879	335073	340694	345037	364724

Bransjesnitt ringnotsnurpere i analyseperioden 1998-2021

Ar:	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Resultatregnskap (kr):																									
Driftsinntekter	23 861 488	22 622 488	24 778 082	36 808 786	36 728 878	28 787 662	38 029 148	41 282 011	34 067 716	39 109 876	43 148 118	41 287 283	60 902 388	81 218 766	48 711 796	43 186 768	44 439 384	49 833 687	68 808 282	63 904 018	84 202 338	82 880 876	78 740 472	78 800 406	
Driftskostnader:																									
Produktavgift	724 729	689 256	818 539	1 366 377	1 101 968	944 079	1 445 733	1 183 756	861 853	918 191	1 123 601	1 102 820	1 502 417	1 716 239	1 257 771	1 185 014	1 396 563	1 483 309	1 461 527	1 160 981	1 363 081	1 323 728	1 615 428	1 558 253	
Løpsavgift																									
Strukturaugift							54 808	123 628	140 962	17 415	19 292	29 575										379 746	468 699	501 611	
Kontrollavgift								80 109		66 150	76 116		83 328	78 741											
Fiskeriforskningsavgift																		506 520	576 110	763 605	702 983	787 376	784 619	991 172	1 057 129
Fiskerisalgsgift																									
Arbeidsoppløsningskompensasjon	7 136 828	6 505 292	7 101 723	9 881 193	9 821 305	7 766 731	9 369 755	10 717 004	9 148 739	10 915 064	11 503 307	11 306 576	13 506 974	16 049 010	12 885 625	11 509 787	11 588 043	12 876 273	15 673 095	14 235 984	16 195 130	16 423 678	20 634 980	19 841 451	
Kostnader til proviant	286 698	272 955	312 081	310 398	297 016	310 796	301 929	304 528	325 555	316 007	349 342	378 131	376 220	347 256	373 123	343 247	371 113	375 670	371 961	413 062	434 088	390 777	398 351	475 825	
Sosiale kostnader	147 322	142 328	199 317	263 390	263 790	198 221	168 359	166 481	183 994	246 858	208 182	285 344	301 722	301 097	323 395	295 855	313 534	323 964	398 211	368 547	312 792	324 688	417 815	593 505	
Pensjonsrett	0	0	0	0	0	70 192	88 313	100 048	81 974	94 258	109 633	97 592	122 471	146 867	115 430	103 574	105 305	119 354	140 393	127 815	147 219	144 632	210 338	263 954	
Avskrivning fartøy	2 390 552	2 669 751	3 200 369	3 663 959	3 728 703	4 359 376	4 818 064	4 644 107	4 271 243	4 396 598	4 436 081	4 634 964	4 012 581	4 219 244	4 654 707	4 378 847	4 808 376	5 077 528	5 311 679	5 983 400	6 555 707	5 159 577	6 030 580	6 786 739	
Avskrivninger fisketøstater	0	0	0	0	178 855	339 859	429 902	445 228	42 484	44 481	1 438 515	1 591 645	1 592 681	1 461 671	1 620 176	1 811 682	1 755 793	2 075 402	2 101 906	2 077 308	2 712 104	3 367 595	3 527 291	3 679 549	
Driftstoff	1 405 761	1 697 062	2 873 420	3 086 219	2 637 706	2 955 397	4 011 137	4 410 596	3 821 822	4 820 924	4 002 704	4 002 704	4 706 212	4 633 112	5 146 812	4 818 103	5 069 862	4 700 572	3 374 812	4 828 285	6 655 740	5 799 896	5 211 757	7 069 021	
Agn, is, salt ogem ballast	91 322	186 568	89 970	132 900	165 837	139 759	156 251	124 107	100 239	96 365	127 110	128 964	122 434	88 878	124 205	14 951	53 465	39 321	37 988	41 469	64 091	42 278	49 864	34 006	
Vedlikehold fartøy	3 163 098	2 585 468	2 089 869	3 171 702	3 331 027	2 654 459	2 348 031	2 456 071	2 483 928	3 118 073	3 227 239	3 496 524	3 728 799	4 050 805	3 697 923	3 493 285	3 630 423	4 278 201	4 401 981	4 260 817	4 802 314	5 306 985	5 241 812	5 043 943	
Vedlikeholdsmidlene/redskap	1 610 898	1 361 971	1 093 336	2 040 227	1 923 653	1 689 904	1 948 805	1 913 962	1 999 660	1 690 657	1 739 835	1 600 306	1 906 719	1 991 637	1 736 806	1 605 251	1 562 960	2 108 931	2 105 613	2 096 363	2 102 924	2 030 730	2 750 520	2 717 307	
Forsikringsfartøy	444 762	472 760	454 117	478 893	480 942	525 507	562 687	546 427	497 157	363 197	591 121	554 630	605 278	609 190	672 867	638 692	582 419	602 829	610 968	603 640	632 078	623 448	654 946	633 862	
Andre forsikringer	134 200	148 691	205 218	269 290	298 484	303 680	359 045	317 839	288 626	361 090	314 582	322 993	330 308	316 093	359 802	371 957	361 306	320 709	309 856	343 968	313 474	275 932	329 637	423 076	
Andre kostnader	1 576 322	1 621 840	1 665 861	1 989 584	2 317 874	2 256 737	2 449 518	3 044 051	2 638 835	3 074 227	2 762 982	3 006 379	3 776 510	3 771 029	3 854 320	4 132 909	4 170 604	4 144 119	4 104 346	4 496 021	4 839 425	5 375 516	6 090 517	6 056 903	
Sum driftskostnader	19 112 488	18 363 831	21 343 820	28 663 783	28 847 110	24 686 606	28 671 168	30 686 388	26 459 874	30 721 568	33 367 837	32 868 336	38 781 278	39 820 687	38 886 638	34 703 164	36 282 143	39 118 217	41 166 361	41 339 842	47 009 286	47 763 717	64 823 708	67 043 462	
Driftsresultat	4 739 036	4 188 686	3 485 242	9 866 062	9 182 868	4 222 047	7 467 892	10 688 826	7 668 041	8 388 617	9 791 451	8 338 968	14 141 120	21 399 188	11 846 180	8 482 804	8 177 220	10 817 370	17 442 822	12 684 176	17 185 078	16 108 888	24 116 794	21 668 964	
Rentelub./rentetakeringsfisk.																									
Finansinntekter	664 659	692 995	706 300	1 381 603	1 498 463	803 273	1 043 839	809 222	1 075 728	3 093 904	2 702 024	3 451 024	1 894 982	2 058 794	2 203 467	1 100 291	2 189 072	1 792 342	2 513 904	3 112 924	2 233 395	2 924 485	3 089 341	2 835 413	
Finanskostnader	1 035 428	2 331 019	2 854 284	3 532 929	4 001 395	3 622 115	2 525 312	2 291 190	2 750 081	3 782 434	4 420 383	3 630 548	4 908 854	4 767 883	4 562 668	5 208 247	5 749 843	4 036 945	6 174 047	5 348 125	4 706 449	5 579 714	4 608 832		
Netto finansposter	-870 769	-1 638 024	<																						

