

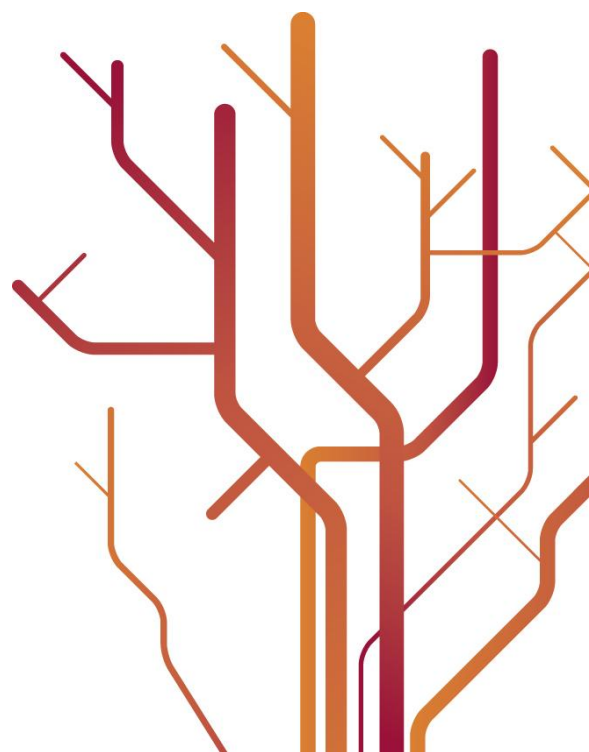
Verdsettelse av Sjurelv Fiskeoppdrett AS



Frode Hansen

Mastergradsoppgave i økonomi og administrasjon
- studieretning bedriftsøkonomi (30 stp)

August 2011



Forord

Årene som student har både vært lærerikt og spennende. Utarbeidelsen av masteroppgaven skjer som en obligatorisk del av mastergradsstudiet i økonomi og administrasjon, og er et resultat av min interesse innenfor laksenæringen og økonomi. Oppgaven markerer avslutningen av fem års studier.

En stor takk rettes til min veileder, professor Terje Vassdal, for konstruktiv hjelp og engasjement med oppgaven. Jeg er takknemlig for hans kommentarer og at han har delt kunnskap og informasjon med meg. Jeg vil også benytte anledningen til å takke daglig leder ved Sjurelv Fiskeoppdrett AS, Terje Hansen som var svært imøtekommende og bidratt til nyttig informasjon gjennom prosessen.

Til slutt vil jeg takke medstudenter og ansatte ved Handelshøyskolen i Tromsø for en flott og lærerik studietid.

Tromsø, august 2011

Frode Hansen

Innholdsfortegnelse

Forord.....	iii
Innholdsfortegnelse	iv
Figuroversikt	vi
Tabelloversikt.....	vii
Sammendrag.....	viii
1. Innledning.....	viii
1.1 Bakgrunn	1
1.2 Problemstilling	1
1.2 Formålet og nytten med oppgaven	1
2. Presentasjon av Sjurelv Fiskeoppdrett AS og bransjen.....	3
2.1 Oppdrett av laks og ørret.....	3
2.1.1 Næringsbeskrivelse.....	3
2.1.2 Regulering av bransjen.....	6
2.1.3 Produksjonsprosessen.....	8
2.1.4 Lakseprisen.....	10
2.2 Sjurelv Fiskeoppdrett A/S	12
3. Strategi analyse.....	15
3.1 Ekstern analyse.....	15
3.1.1 Grad av nåværende og potensiell konkurranse.....	16
3.1.2 Forhandlingsmakt på input og output marked	21
3.1.3 Konklusjon av ekstern analyse	23
3.2 Intern analyse	24
3.2.1 Primæraktiviteter	24
3.2.2 Sekundæraktiviteter	27
4. Verdsettelsesteknikk.....	29
4.1 Diskontert kontantstrøm	29
4.2 Relativ verdivurdering.....	31
4.2.1 Pris/Earnings	31
4.2.2 Pris/Bok	32
4.3 Aktivabaserte metoder.....	32
4.3.1 Substansverdimetoden.....	32
4.3.2 Likvidasjonsverdi	32
4.4 Valg av verdsettelsesteknikk.....	33

5. Regnskapsanalyse.....	34
5.1 Oversikt	35
5.2 Lønnsomhet	39
5.3 Soliditet og finansiering	40
5.4 Likviditet	41
6. Estimering av fremtidig utvikling	43
6.1 Fremtidig resultatregnskap	43
6.2 Fri kontantstrøm til totalkapitalen (TK)	47
7. Verdsetting av Sjurelv Fiskeoppdrett AS	49
7.1 Beregning av Kapitalverdimodellen (CAPM).....	49
7.2 Beregning av totalkapitalkostnaden (WACC).....	50
7.3 Verdsetting av Sjurelv Fiskeoppdrett	51
7.4 P/B metoden	52
7.5 Sensitivitetsanalyse	53
8. Diskusjon og konklusjon	56
8.1 Diskusjon	56
8.2 Konklusjon	57
Referanser.....	58
Websider:	60
Vedlegg	63

Figuroversikt

Figur 1: Tilveksten av laks ved ulike vanntemperaturer (KPMG, 2003).....	3
Figur 2: Solgt mengde og førstehåndsverdi fra 1997-2010. Hentet fra Statistisk Sentralbyrå [4].	5
Figur 3: Eksport av norsk sjømat til ulike land (Kilde: Eksportutvalget for fisk, årstallskonferanse, 2010 [6].	6
Figur 4: Produksjon av laks og ørret.	10
Figur 5: Eksportpris for norsk laks. Kilde:Eksportutvalget for fisk, årstallskonferanse 2010 [16].....	12
Figur 6: Industry Structure and Profitability (Palepu og Healy, 2008)	15
Figur 7: Verdikjeden etter Porter (1985).....	24
Figur 8: Inntekter, kostnader og årsoverskudd for Sjurelv Fiskeoppdrett AS.....	35
Figur 9: Lønnsomheten til Sjurelv Fiskeoppdrett AS.....	39
Figur 10: Soliditeten og finansiering til/av Sjurelv Fiskeoppdrett.	40
Figur 11: Likviditeten til Sjurelv Fiskeoppdrett AS.....	41
Figur 12: Estimert laksepris for prognoseperioden.	45
Figur 13: Sensitivitetsanalyse som viser forandringen i nåverdien ved endring av ulike parameter. ...	54

Tabelloversikt

Tabell 1: Fordelingen av produksjonen i Norge 2010. Tall er oppgitt i tonn og hentet fra Statistisk Sentralbyrå [3].	4
Tabell 2: Produksjon av laks i ulike land [15]. Tall oppgitt i 000 NOK. *delvis estimert, grunnet tall for de siste 6 månedene av 2010 ikke var tilgjengelig.	11
Tabell 3: Laksepris, driftsinntekter, driftskostnader og årsoverskudd for Sjurelv Fiskeoppdrett.	14
Tabell 4: Inntekter, kostnader og resultat av driften (*SF AS = Sjurelv Fiskeoppdrett AS).	35
Tabell 5: Horisontal analyse av Sjurelv Fiskeoppdrett AS. * Korrigert tall for 2010.	36
Tabell 6: Kostnader per kilo produsert laks (rund vekt/1.111). (*SF AS = Sjurelv Fiskeoppdrett AS).	38
Tabell 7: Varige driftsmidler og avskrivninger for Sjurelv Fiskeoppdrett.	47
Tabell 8: Arbeidskapitalen for Sjurelv Fiskeoppdrett.	48
Tabell 9: Beregnet aritmetisk gjennomsnittlig veid beta for Sjurelv Fiskeoppdrett AS.	49
Tabell 10: EK-verdi og WACC for Sjurelv Fiskeoppdrett.	52
Tabell 11: Foholdstallet bokført EK og markedsverdi EK av et utvalg av børsnoterte selskap. Markedsverdiene er hentet fra Hegnar Online [28]. Alle tall er oppgitt i 000 NOK.	53

Sammendrag

I 1984 ble tillatelse til å drive med oppdrett av laks og ørret kjøpt og dermed var Sjurelv Fiskeoppdrett AS etablert i Kaldfjord. I 1997 forandret eierstrukturen seg etter et arveoppgjør. Selskapet har hatt forholdsvis gode resultater, og er blitt sett på som attraktiv med sine gode lokaliteter. Dette har ført til at selskapet har fått tilbud om oppkjøp flere ganger de siste årene. I tillegg ble selskapet tildelt en ny konsesjon ved tildelingsrunden i 2009, noe som gjør det ekstra utfordrende å estimere fremtiden. Med min kjennskap til selskapet og økonomifaget passet det derfor utmerket å gjennomføre en verdsetting av bedriften.

Verdsettingen i oppgaven baserer seg på en kontantstrøm analyse med en prognoseperiode på 15 år. Grunnlaget for mine forventninger av fremtiden ble dannet gjennom strategisk analyse, regnskapsanalyse og forventninger angående produksjon og etterspørsel. Produksjon for 2011 ble estimert på detaljnivå, da jeg har god tilgang på selskapets driftsrapporter og programvare for å beregne tilveksten (vedlegg 4). Forwardrates ble brukt for å estimere lakseprisen for slaktetidspunktene i 2011 og 2012. Prisene for de respektive årene ble vektet slik at jeg kom frem til henholdsvis 37,03 og 31,88 kr/kg for disse årene.

For å beregne avkastningskravet må man finne betaverdien til selskapet. Siden Sjurelv Fiskeoppdrett AS ikke er et børsnotert selskap er heller ikke dens betaverdi kjent. For å finne betaverdien brukte jeg et aritmetisk gjennomsnitt av betaverdiene til seks lakseselskap registrert på Oslo børs. Etter at jeg hadde funnet en verdi på egenkapitalen, gjorde jeg flere iterasjoner (gjentakelser), slik at jeg fikk markedsverdier ved utregning av avkastningskravet (WACC). Når verdien konvergerter mot et nivå, hadde jeg funnet den teoretisk riktige verdien (se tabell 10). Videre sammenlignet jeg P/B faktoren mot et utvalg av børsnoterte selskap.

Usikkerhet rundt verdivurdering er tilstede da den er basert på en del skjønn og forutsetninger. Derfor gjennomførte jeg en sensitivitetsanalyse av de viktigste variablene i beregningen. Variablene laksepris, produksjonskostnader, produksjonsvolum og avkastningskrav ble endret hver for seg med pluss minus 5 % , 10 % og 15 % nivå.

Egenkapitalverdien til Sjurelv Fiskeoppdrett ble beregnet til 130 millioner kroner per 1.1.2011.

Nøkkelord:

Sjurelv Fiskeoppdrett, laks, verdivurdering, egenkapitalverdi

1. Innledning

1.1 Bakgrunn

Tidligere har Sjurelv Fiskeoppdrett AS fått tilbud om å selge selskapet for 27 millioner og 37,5 millioner, i henholdsvis 2001 og 2007. Selskapet har siden år 1985 hatt en konsesjon frem til sent i 2009, hvor de da kjøpte en til konsesjon fra staten. Dermed har verdien på selskapet steget betraktelig, og produksjonen vil dobles de nærmeste årene. Dette er et selskap som gjør det bra økonomisk, men har ikke den samme tilgangen på slakting av laks og kjøp av smolt som sine konkurrenter. Selskapet har foretatt store investeringer i det sist året, som kjøp av en stor oppdrettsbåt (katamaran), en hurtiggående båt, kjøp av konsesjon, nøter, mærer i tillegg til økte kostnader på grunn av produksjonsøkning. Lokalitetene er i Kaldfjord på Kvaløya i Tromsø kommune. Siden selskapet ikke er børsnotert er det på sin plass å finne verdien til egenkapitalen.

1.2 Problemstilling

Med bakgrunn i selskapets nåværende posisjon, og laksenæringens forventede utvikling ble problemstillingen følgende:

”Egenkapitalverdi til Sjurelv Fiskeoppdrett AS per 1.1.2011, beregnet med analyse av fundamentalverdi?”

1.2 Formålet og nytten med oppgaven

Formålet med denne oppgaven er å finne fundamentalverdien til selskapet ved starten av 2011. Hvor mye verdien varierer når lakseprisen varierer har i liten grad vært forsket på. Jeg har stor interesse for dette fagfeltet og har jobbet deltid på Sjurelv Fiskeoppdrett AS siden jeg var ”liten gutt”. I en sensitivitetsanalyse vil jeg også finne ut hvordan verdien på selskapet endres når prisen på laks endres. Med å endre forutsetninger og verdidrivere, vil man i en sensitivitetsanalyse se påvirkningseffekten av dette på verdien av selskapet. I 2004 da lakseprisen var lav, fikk et lakseoppdrett kalt Havfangst AS 6,7 millioner kroner for en konsesjon, mens de siste årene har prisen på laks vært høy, hvor blant annet Jøkelfjord Laks AS, med 7 konsesjoner, ble solgt for cirka 510 millioner [1].

Selskapet vil ha nytte av denne oppgaven ved et eventuelt salg. Det er få tilsvarende selskap å sammenligne seg med, da det er blitt færre ”små” selskap. Sjurelv Fiskeoppdrett AS er et forholdsvis lite selskap med bare tre fulltidsansatte. På grunn av antall ansatte har ikke bedriften noen økonomiavdeling, og de produserer ikke nøkkeltallanalyser tilsvarende børsnoterte selskap. Dermed håper jeg denne oppgaven er til stor nytte for selskapet og kanskje de får en bedre oversikt over selskapets verdi. Analysen av selskapet kan også være til nytte for kreditorene og leverandører. Selskapet vil fortsette videre drift, men med en verdivurdering vil de kommunisere selskapets fundamentale verdi til kreditorer og andre. Derfor var selskapet interessert i at jeg skulle utføre en verdivurdering. Siden jeg har tilgang til ”alt” innad i bedriften vil jeg gå grundig til verks ved estimering av prognoseårene. Selskapet hadde den tredje beste driftsmarginen i 2009 av de selskapene som var med i lønnsomhetsundersøkelsen gjort av fiskeridirektoratet, ifølge daglig leder, Terje Hansen ved Sjurelv Fiskeoppdrett.

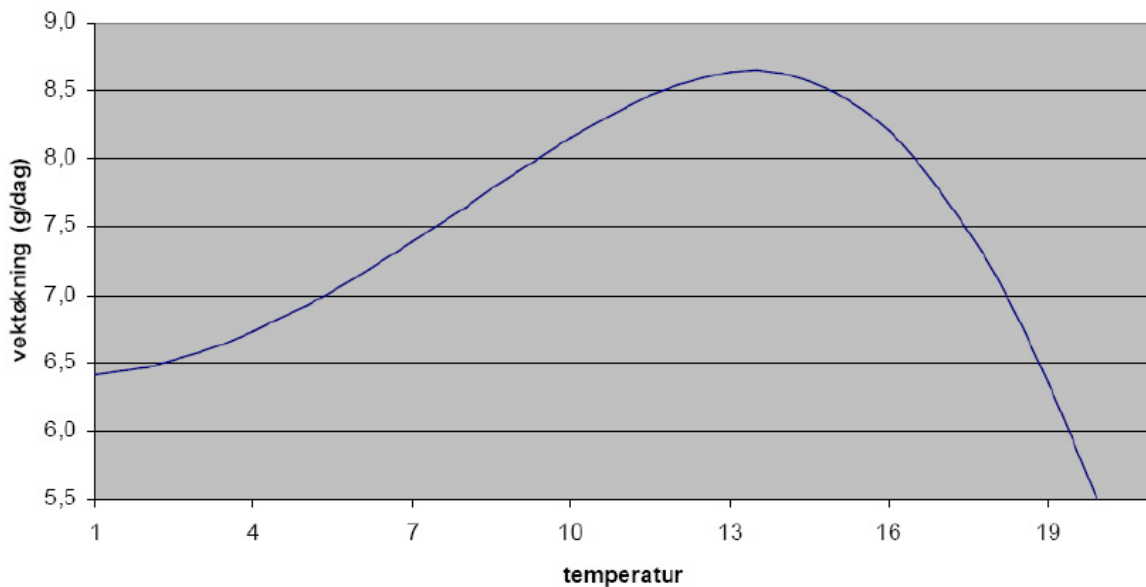
2. Presentasjon av Sjurelv Fiskeoppdrett AS og bransjen

2.1 Oppdrett av laks og ørret

Fiskeoppdrett startet for fullt på begynnelsen av 1980-tallet og har siden hatt ei jevn stigning, med spesielt sterk vekst de siste årene. I følge Statistisk Sentralbyrå er fisk den tredje viktigste etter olje/gass og metall, og utgjør nærmere 6 % av all eksport fra Norge [2]. Fiskeoppdrett i Norge består i hovedsak av laks og ørret, og utgjør henholdsvis cirka 90 og 8 % av fiskeoppdrettseksporten. Laksen og ørreten som blir produsert i Norge, heter henholdsvis Atlanterhavslaks og Regnbueørret.

2.1.1 Næringsbeskrivelse

Oppdrett av laks og ørret egner seg best på områder med lave stabile vanntemperaturer og god vannkvalitet.



Figur 1: Tilveksten av laks ved ulike vanntemperaturer (KPMG, 2003).

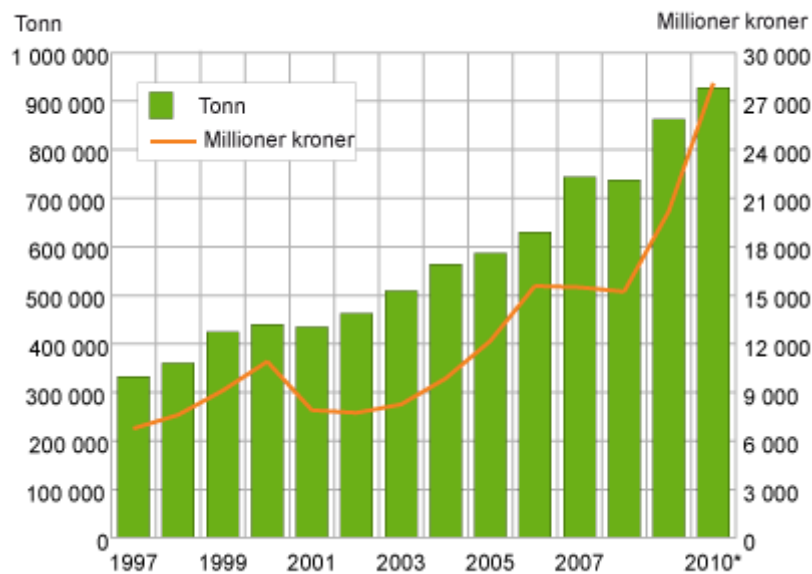
Som vi ser av grafen har laksen best tilvekst ved en vanntemperatur på ca. 13-14 grader. Derfor er driften begrenset til geografiske områder langt sør eller nord i verden. Produksjonen er hovedsakelig lokalisert i tre regioner, rundt Atlanterhavet (Norge, Skottland, Færøyene), Nord-Amerika (USA og Canada) og Chile. I Norge produseres det laks og ørret i nesten hvert fylke.

Tabell 1: Fordelingen av produksjonen i Norge 2010. Tall er oppgitt i tonn og hentet fra Statistisk Sentralbyrå [3].

Solgt mengde i 2010	I alt	Laks	Ørret
Rogaland	64 368	64 336	32
Hordaland	161 498	135 299	26 199
Sogn og Fjordane	86 341	77 537	8 804
Møre og Romsdal	116 874	108 026	8 848
Sør-Trøndelag	108 461	108 290	171
Nord-Trøndelag	76 219	76 219	0
Nordland	186 110	184 502	1 608
Troms	115 317	112 459	2 858
Finnmark	55 547	49 612	5 935
Øvrige fylker	11 676	11 596	80
Sum solgt mengde =	982 411	927 876	54 535

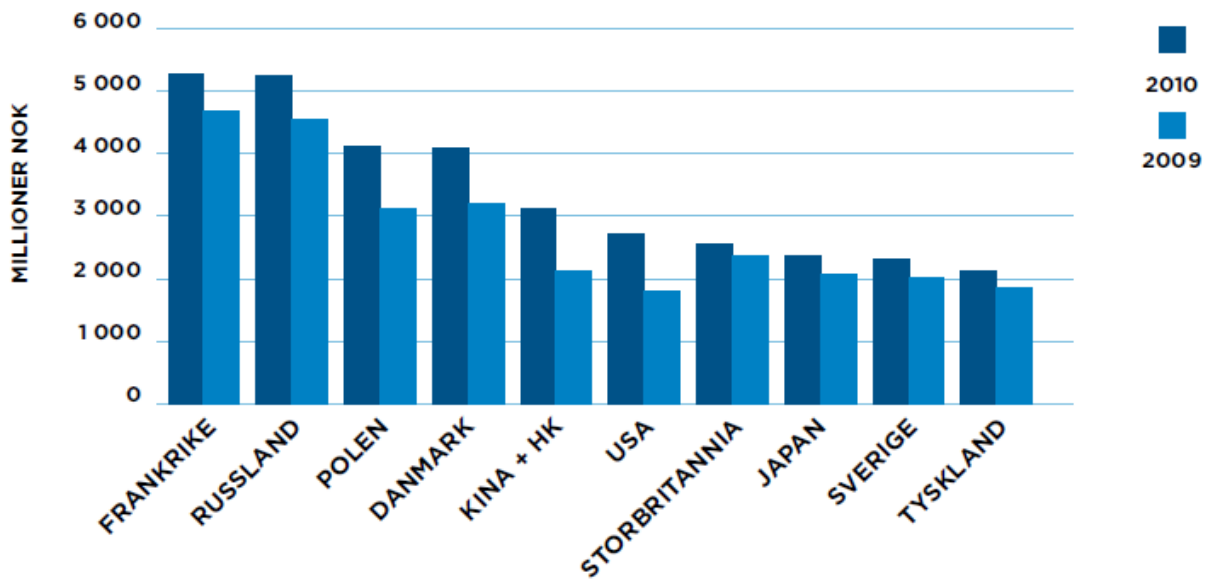
Den årlige lønnsomhetsundersøkelsen av næringen, som Fiskeridirektoratet gjør, viser at arbeidskraftproduktiviteten i næringen har også økt voldsomt, fra ca. 30 000 kg per årsverk i 1985 til over 450 000 kg per årsverk i 2009. Gjennomsnittlig produksjonskostnad per kilo gikk ned til 17,50 kr i 2009 fra 2008, men har tidligere vært på 15 kr/kg. Fôrprisen har vært forholdsvis jevn og er i 2009 tilnærmet det samme som den var for 15 år siden. Den gjennomsnittlige fortjenesten per kilo har variert mye de siste 10 årene. Fra å ha en fortjeneste på nesten 10 kr/kg rundt tusenårsskiftet gikk den ned til rundt -2 kr/kg i 2002-2003. Næringen opplevde en stigning igjen og rundt år 2006 var fortjenesten per kilo tilbake på 10 kr/kg. I 2008 var fortjenesten 1,27 kr/kg, mens i 2009 var den 5,14 kr/kg (Fiskeridirektoratet, 2010).

Solgt mengde og førstehåndsverdi av laks. 1997-2010[



Figur 2: Solgt mengde og førstehåndsverdi fra 1997-2010. Hentet fra Statistisk Sentralbyrå [4].

Av figuren ser vi at Norge har hatt en veldig høy vekst av solgt mengde laks, spesielt de siste årene. Norge er den største produsenten av laks i verden og hadde en eksport av laks på 31,4 milliarder i 2010. Dette er en stigning på 7,7 milliarder fra 2009. Den norske eksporten av laks har hatt en stigende trend 8 år på rad. Denne formidable økningen toppet seg med en verdiøkning på ca. 33 % (fra 23,4 mrd til 31,4 mrd) fra 2009 til 2010. Laks og ørret utgjør 62 % av all fiskemat som eksporteres ut av landet i 2010. Norge eksporterer sjømat til over 140 land. Alle tallene er hentet fra Eksportutvalget for fisk, årstallkonferanse 2010 [5]. Figuren på neste side viser de største kjøperne av norsk sjømat.



Figur 3: Eksport av norsk sjømat til ulike land (Kilde: Eksportutvalget for fisk, årstallskonferanse, 2010 [6].

Av figuren ser vi at Frankrike og Russland er Norges viktigste handelspartnere innenfor næringen, og utgjør henholdsvis 5,28 mrd og 5,24 mrd av den totale eksporten av norsk sjømat. Salg av laks innenfor Norge er også et voksende marked og utgjør 5,2 mrd av sjømaten som ble produsert [7]. Alle landene har økt importen fra Norge, mens Polen, Danmark, Kina og Hong Kong og USA viser den største veksten fra 2009 til 2010. Kina og Hong Kong er kanskje det markedet med størst potensial i fremtiden, grunnet deres store folkemengde og økende entusiasme for norsk laks og ørret.

2.1.2 Regulering av bransjen

Oppdrett av laks og ørret er regulert av akvakulturloven [8]. For å sikre forsvarlig drift er det forskrifter i denne loven om hvordan krav som gjelder for anleggene,. Loven har også forskrifter som gjelder for tildeling, endring og opphør av tillatelse (konsesjon) til akvakultur av laks og ørret. ”Ingen kan drive akvakultur uten å være registrert som innehaver av akvakulturtillatelse i akvakulturregisteret, jf. § 18 første ledd” [9].

Den store interessen på begynnelsen av 1970-tallet for nyetablering og investeringer i oppdrettsnæringen ble gjort avhengig av offentlig tillatelse til bygging av oppdrettsanlegg. Frem til 1977 ble alle konsesjonssøknader godkjent, men i 1978 stanset Fiskeridepartementet konsesjonstildelinger. I 1981 kom det ny oppdrettslov og tildeling av konsesjoner startet igjen (Holm, et al 2002). Fra og med dette året har nye konsesjoner for fiskeoppdrett blitt tildelt

gjennom egne tildelingsrunder. Konsesjonene ble volumjustert frem til 1988, slik at man kunne produsere mer per konsesjon enn på 1970-tallet. Denne grensen var på 12 000 m³, og var gjeldende frem til 2005. På grunn av mye sykdom i oppdrettsanlegg på 1980-tallet ble det i 1991 innført biomassebegrensning på 25 kg/ m³ (kg fisk per kubikk vann) (Holm et. al., 2002). Dette gjorde slik at biomassebegrensningen ble på 300 tonn (25 kg * 12 000 m³). I 1991 ble det også lov til å kjøpe og selge konsesjoner, slik at selskap kunne nå eie mer enn en konsesjon.

Frem til 2005 var produksjonen i oppdrettsnæringen regulert med flere begrensninger, både på konsesjonsnivå og lokalitetsnivå. Disse begrensningene var volumbegrensning på 12 000 m³, maksimal tillatt biomasse på 780 tonn (65 kg * 12 000 m³), førkvote på 840 tonn (2002). I tillegg var det tetthetsbegrensning på maksimalt 25 kg/m³ reelt volum for hver mær (Holm et.al, 2002).

Bakgrunnen for et nytt reguleringsystemet var oppdrettsnæringens fremvekst, teknologiutvikling og internasjonale konkurranse. Systemet ble også sett på som et komplisert, uoversiktlig og upedagogisk rammeverk. Konsesjonen vil nå være avgrenset av en øvre grense for den til enhver tid tillatt stående biomasse (MTB) [10]. Nå er det kun MTB'en som skulle begrense produksjonen av laks og ørret. Det vil si at en standard konsesjon på 12 000 m³ kan maksimalt ha 65 kg/ m³, altså biomassen i havet skal aldri overstige 780 tonn [11]. *"I Troms og Finnmark avgrenses tillatelser til akvakultur av matfisk i sjøvann til en biomasse på inntil 900 tonn, forutsatt at samtlige lokaliteter knyttet til tillatelsen til enhver tid ligger i Troms og Finnmark"* [12]. Dermed har Troms og Finnmark en biomassebegrensning som er 10 kg/ m³ høyere enn resten av landet. Hovedgrunnen til dette er den store temperaturforskjellen mellom disse to fylkene og resten av landet. Troms og Finnmark har gjennomsnittstemperaturer som ligger under det optimale for produksjon av laks og ørret. Derfor er det vanskeligere å ha like god tilvekst, og produksjonstiden blir dermed ofte litt lengre. Troms og Finnmark bruker 3-5 måneder lengre produksjonstid enn Vestlandet [13]. Fordelene med å produsere i nord er at kvaliteten blir ofte bedre grunnet lengre produksjonstid. I tillegg er lave temperaturer en fordel når det gjelder sykdommer, parasitter og alger.

Når det skulle utredes et nytt system for regulering av produksjonen var det i hovedsak 3 aktuelle metoder, derav maksimalt tillatt biomasse (MTB), maksimalt tillatt areal (MTA) og maksimalt tillatt fôrenergi (MTF). MTA vil skape større fare for rømming, høyere tetthet for fisken og vanskeligere å ha kontroll med fisken. Det negative med MTF er at energien i fôret vil bli økt slik at produksjonen kan øke. MTB vil ha store fordeler fordi man vil få spredt produksjonsvolumet (økt utsett av 0-åring), lavere tetthet (ingen begrensning i volum), optimalisert fôr og høyere omsetning på fisken (lavere slaktevekt, som fører til høyere kvalitet) (Grøttum, 2004).

2.1.3 Produksjonsprosessen

Produksjonsprosessen innen laks og ørret er relativt lang sammenlignet med kalkun og kylling. Produksjon av laks starter på land i settefiskanlegg, som bruker ferskvann som vannkilde. Tilgang til rent ferskvann er en forutsetning på grunn av at prosessen foregår i ferskvann helt til laksen settes ut i havet.

Laks som brukes til avl kalles for stamfisk. Fra denne gyteklare fisken tappes det rogn og melk som brukes til kunstig befruktning. Denne tappingen kalles for strykning.

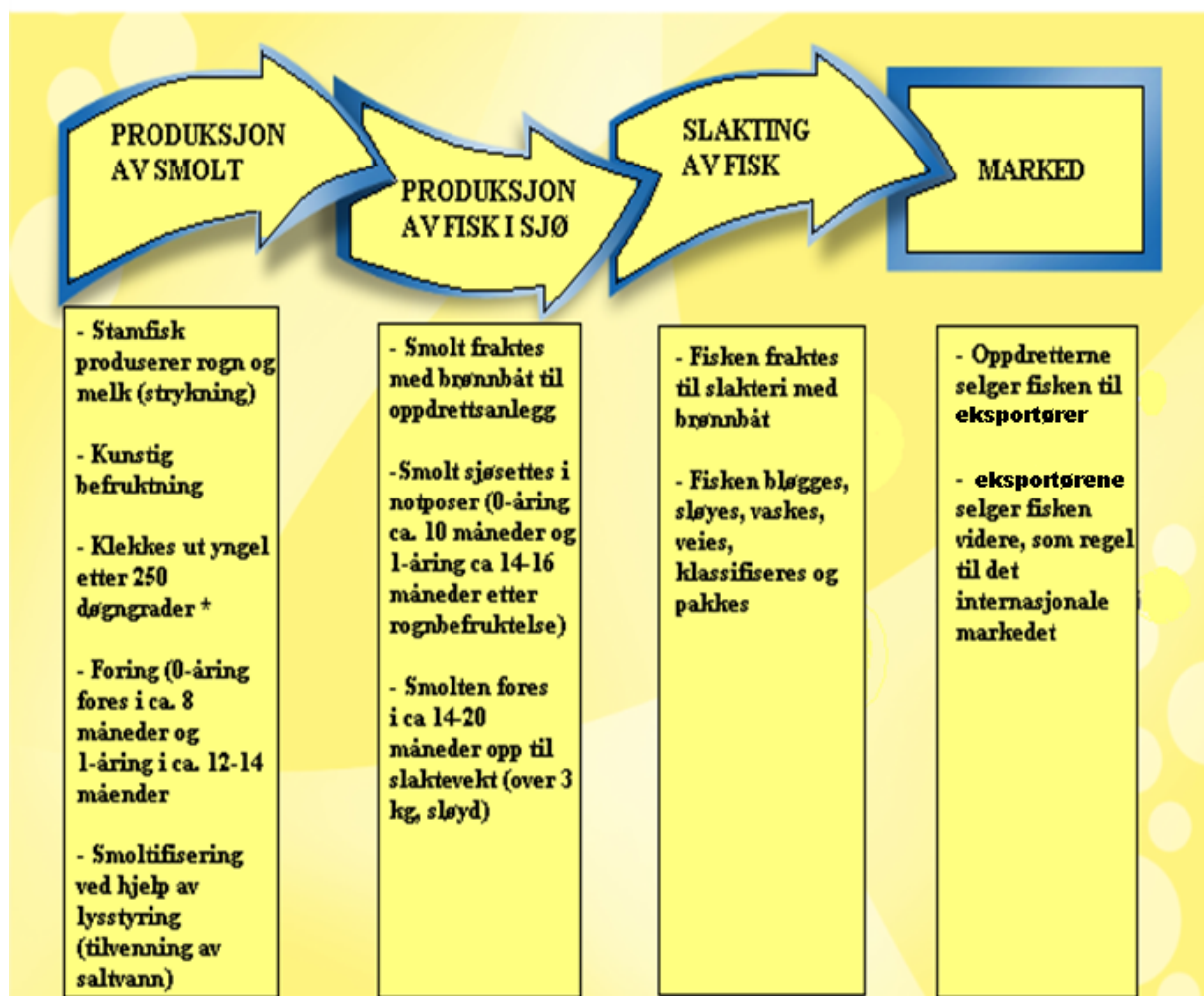
Befruktningsprosessen foregår innendørs i store oppdrettskar der vannet har en ideell temperatur på ca. 16 grader. Utviklingen av rognen måles i døgngrader, som er produktet av antall dager og gjennomsnittlig vanntemperatur [14]. Videre klekkes det ut yngel som fôres opp før den blir smoltifisert. Tiden før smoltifisering avhenger av art, vanntemperatur, dagslengde, vekstevne og fôrtilgang. Smoltifisering vil si at yngelen venner seg til et liv i saltvann, det vil si at evnen til å skille ut salter trer i funksjon. Prosessen fremskyndes ved å bruke varmere vann og mer lys enn ut i naturen. Yngelen kalles nå for smolt og er klar for å settes i havet.

Smolt som kalles "1-åring" produseres normalt på ca. 16-17 måneder, mens "0-åring" bare er ca. 10 måneder når de fraktes med brønnbåt til oppdrettsanleggene og settes i havet. Det er mest normalt å produsere "1-åring", men nå er det blitt veldig vanlig at spesielt de store selskapene setter ut "0-åring" for å utnytte MTB'en. Dermed kan de slakte hele året. Smolten blir sjøsatt i mærer når den er mellom 50 og opp til 250 gram. Mesteparten av smolten sjøsettes når den er ca. 100 gram, i notposer som er festet til flyteelementer. "1-åring" settes som regel ut i havet mellom april og juni og "0-åring" mellom august og oktober. Smolt settes altså ut på våren og høsten. Dette er for å hindre hjertesprekk og andre sykdommer på

sommeren, da tilveksten er størst og det er mest alger i havet. På vinteren er havklimaet for brutalt for å sjøsette smolt (større risiko for sårskader). Notposene kan være opp til 50 meter dyp og ha en omkrets fra 60-160 meter. Røktere på oppdrettsanlegg starter som regel med å handfôre smolten. Dermed får man bedre kontroll med smolten, da det er lett at det oppstår en del dødelighet etter sjøsetting. Etter en stund fôres smolten med fôringsautomater, før den så fôres fra fôringsflåter, der blåsemaskiner blåser fôret gjennom plastslanger til mærene.

Når røkteren har fôret fisken i ca. 1 år er det normalt at fisken sorteres etter størrelse. Dermed er det mulig å ha mer fisk i notene ved utsett enn ved slakting. Sortering gjør slik at den store fisken slaktes først og man kan fôre den minste fisken opp til idealvekten. Fisken slaktes når den er 3-4,5 kg sløyd, dette er fordi at prisforskjellen mellom en laks som er 2 kg og en som er 3 kg er stor. Prisforskjellen på laks som er 3-4 kg og 5 kg er forholdsvis liten. I tillegg vil fôrfaktoren øke hvis man produserer laksen for å bli for eksempel over 5 kg. Produksjonstiden i sjøen er normalt 14-20 måneder og avhenger av smoltstørrelse ved utsett, utsettelsestidspunktet, vanntemperatur, lys, havmiljø og fôring. Fisk som skal slaktes blir pumpet ombord i brønnbåter som frakter fisken til slakteri. På slakteriet blir fisken bløgget, sløyd, vasket, veid, klassifisert og til slutt pakket. Oppdrettsselskap selger fisken til eksportører som har kontakt med det internasjonale markedet og selger fisken ut av landet. Fisken transporteres hovedsakelig med bil. Prosessen ved produksjon av laks og ørret er illustrert i figur 4.

PRODUKSJON AV LAKS OG ØRRET



Figur 4: Produksjon av laks og ørret.

**Døgngrader = antall døgn x gjennomsnittlig vanntemperatur*

2.1.4 Lakseprisen

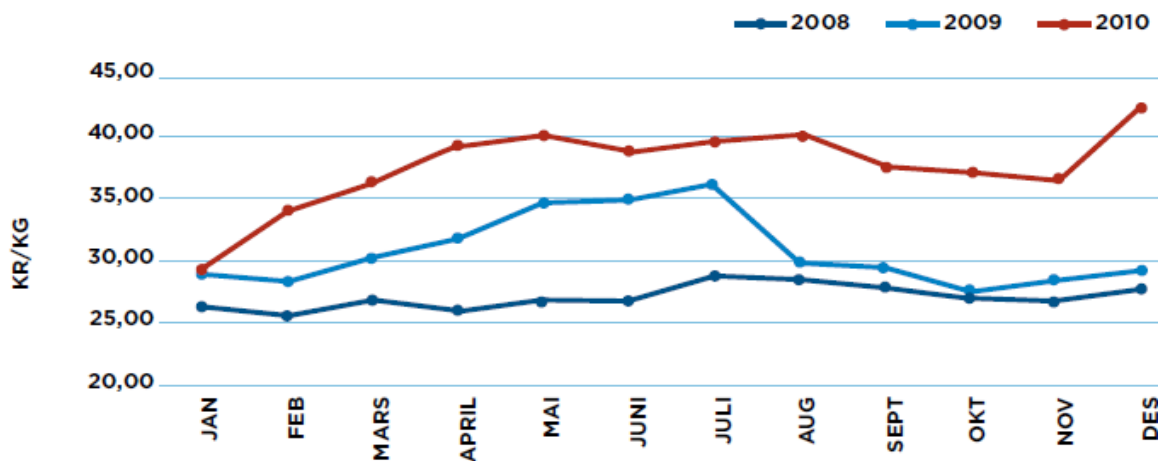
Oppdrett av laks er ei næring som har store svingninger. Lakseprisen varierer mye, noe som fører til risiko ved å drive oppdrett. utfordringene for selskapene i bransjen er mange.

Dermed er det viktig for selskapene å ha store buffeter med kapital for å klare seg gjennom dårlige tider. De store svingningene i lakseprisen, har ført til at spesielt små selskap ikke har klart seg gjennom de mange "krisetider" som har oppstått de siste tiårene. Små selskap har blitt kjøpt opp av store konsern eller gått konkurs. Selskap som har mellom 3-8 konsesjoner er de selskapene som har den mest effektive produksjonen (Hansen & Hansen, 2008)

Tabell 2: Produksjon av laks i ulike land [15]. Tall oppgitt i 000 NOK. *delvis estimert, grunnet tall for de siste 6 månedene av 2010 ikke var tilgjengelig.

	2007	2008	2009	2010*
Norge	736 000	741 000	856 000	920 000
Chile	380 000	403 000	240 000	100 000
UK	130 000	137 000	143 000	150 000
Canada	117 000	119 000	114 000	119 000
Andre	70 000	92 000	112 000	120 000
Totalt	1 433 000	1 492 000	1 465 000	1 409 000

Lakseprisen er styrt av tilbud og etterspørsel. Da kan man spørre seg hva har skapt den høye prisen i 2010, og hvordan vil prisen utvikle seg? Tilbudet, altså produksjon av laks, har hatt en svak nedgang de siste 2 årene. Hovedsakelig på grunn av at Chile, verdens nest største produsent, har hatt en sterk nedgang i produksjon. Dette skyldes blant annet sykdommen Infeksiøs lakseanemi (ILA) i størstedel av næringen i Chile. Denne nedgangen er kompensert med at blant annet Norge har økt produksjon. Som vi kan se av figuren nedenfor har prisen derimot steget voldsomt. Gjennomsnittsprisen (pris til produsent) i 2008 og 2009 var på henholdsvis 22,16 og 25 kr, ifølge fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelse (2009). I 2010 var denne prisen ca. 32-34 kroner. På grunn av det store prishoppet, tross en svak nedgang i tilbudet (ca.30 000 tonn), er det nærliggende å tro at etterspørselen etter laks i det internasjonale markedet har steget fra 2009 til 2010. (Dette bekreftes også av administrerende direktør i Eksportutvalget for fisk (EFF), ved årstallskonferansen 2010, som ble holdt i starten av januar 2011). Eksportprisen er selvsagt høyere enn prisen som oppdretter (produsent) får. Av figur 5 ser vi at gjennomsnittsprisen har økt de 3 siste årene.



GJENNOMSNITTSPRISER

2008: 26,95 KR/KG

2009: 30,72 KR/KG

2010: 37,50 KR/KG

Figur 5: Eksportpris for norsk laks. Kilde: Eksportutvalget for fisk, årstallskonferanse 2010 [16].

Som nevnt var prisen til oppdretter i 2008 og 2009 henholdsvis 22,16 og 25 kroner. Dermed ser vi at prisforskjellen oppdretter får til eksportpris var 4,79 og 5,72 kroner.

2.2 Sjurelv Fiskeoppdrett A/S

Virksomheten Sjurelv Fiskeoppdrett ble startet i 1984 da Hans Tormod Hansen kjøpte opp et konkursbo, kalt Kjøbergnes Fiskeoppdrett. Dermed hadde han en konsesjon for oppdrett av laks og ørret, og hans 3 sønner ble ansatt som røktere på oppdrettsanlegget. Selskapet driver med produksjon av laks og lokalitetene holder til på tre steder i Kaldfjord. Fra 1990 ble selskapet et aksjeselskap. Hans eide alle aksjene i selskapet helt til 1992 da hans kone overtok 40 % og hans sønner overtok 5 % hver av aksjene. Resultatene de neste årene var veldig gode. Neste forandring i eierstrukturen var i 1997 da de tre sønnene overtok hele selskapet (1/3 del hver) ved et arveoppgjør (årsberetning, 1997). To av sønnene fortsatte i selskapet og den eldste, Terje Harder Hansen, ble daglig leder. Etter gode resultater investerte selskapet i en stor arbeidsbåt og en moderne fôringsflåte i 1999. Dette gjorde at den daglige driften ble forenklet, og det var ikke lenger nødvendig å leie inn båter for å gjøre fortøyningsarbeid og liknende.

Selskapet slaktet fisken sin på Leonard Products AS. Grunnet dårlige resultater for dette selskapet kjøpte Sjurelv Fiskeoppdrett seg inn og styrket kapitalen. Dette var for å sikre kort

vei til slakteriet og dermed svært lave fraktkostnader. I tillegg ville de nå ha tilgang til å slakte når prisene var gode. Dermed kunne de slakte akkurat den uken de selv ville og ikke for eksempel en uke senere, da prisen på laks kunne falle betraktelig på kort tid. Grunnet dårlig drift gikk Leonard Products AS konkurs. Dermed kjøpte Sjurelv seg inn med 33 % i Troms Slakteridrift AS, for å sikre seg tilgangen til slakting. Sjurelv Fiskeoppdrett opplevde rømming av laks og mye bløt fisk under slakting hos Svensby Slakteri. Slike store tap ved slakting kunne ikke selskapet godta og Sjurelv Fiskeoppdrett startet å slakte hos Lerøy Aurora AS på Skjervøy. Svensby Slakteri gikk konkurs. Sjurelv Fiskeoppdrett AS har i dag kun virksomhet innen produksjon av laks.

I midten av 2009 fikk selskapet tildelt en konsesjon til, og har dermed to konsesjoner i dag. Alle som får tildelt konsesjon fra staten må betale engangspris på 8 millioner (se vedlegg 1: balansen 2009). Denne konsesjon gjør slik at de har lov til å ha maksimalt 1800 tonn laks i havet til enhver tid (MTB). Det vil ta flere år å utnytte MTB'en, da produksjon av laks tar lang tid. I tillegg kan MTB'en utnyttes mer ved at man setter ut forskjellig størrelse på smolten slik at man kan slakte i flere perioder i løpet av året, uten å overstige 1800 tonn laks i havet. Tidligere har laksen blitt fôret automatisk fra fôrflåter med lang tidsbruk hver dag. Hvor mye for laksen skal ha hver dag har blitt kontrollert på mærkanten. Dette har gjort at produksjonstiden til slakteklar laks har vært fra 16-20 måneder for Sjurelv Fiskeoppdrett, mens bransjen har hatt fra 14-20 måneder. Fordelen for selskapet har vært at laksen har dermed blitt sterkere og av bedre kvalitet enn øvrige produsenter. Dette har ført til at tap (uønsket dødelighet) av laks ved sortering og slakting har vært lav. I 2010 la selskapet om driften og har nå kameraer som står 8 meter ned i notposen og oppe ved overflaten. Dermed foregår fôringen manuelt fra fôrflåten hvor intensiteten på fôret som blåses i mærdene styres ved hjelp av kamerasystemet. Laksen har dermed kortere fôringstid og det kan fôres større mengde per dag, grunnet god kontroll på appetitten. Tilveksten på laksen blir mye bedre (kortere produksjonstid), og en slik fôring er meget nyttig siden appetitten til laksen varierer mye fra dag til dag.

Resultatene på 90-tallet var jevnt over gode. I 1993 var årsoverskuddet på 1, 980 millioner, og suksessen fortsatte frem til 1996 da selskapet opplevde sitt første år med underskudd (334 000 kr). Dette var grunnet dårlig laksepriser og betydelig forverret markedssituasjon (Årsberetningen, 1996). Det dårlige året var også grunnet mindre slakting av laks og større varebeholdning (laks i havet 31.12) enn årene før. Det dårlige året snudde til gode år og i 1999 opplevde selskapet millionoverskudd igjen. Produksjonen gikk bra og prisene var gode

(Årsberetningen, 1999). Påfølgende år var overskuddene enorm, helt til næringen opplevde svært dårlige tider fra slutten av 2001 og de neste 2-3 år. Flere selskap gikk konkurs eller ble kjøpt opp i denne perioden, og det ble færre små selskap igjen. Fra underskudd i 2004 forbedret markedssituasjonen seg og Sjurelv Fiskeoppdrett hadde et årsoverskudd (resultat etter skatt) på ca. 1,3 millioner i 2005 som vi ser av tabell 6 nedenfor. 2006 og 2007 ble gode år med årsresultater på henholdsvis 5,4 og 1,8 millioner etter skatt. I 2009 opplevde selskapet et formidabelt år, hvor årsoverskuddet var 5,2 millioner og eiendelene i balansen steg med 11 millioner, hvorav 8 millioner utgjorde kjøp av ny konsesjon. Selskapet hadde den 3. høyeste driftsmarginen i næringen med 29,3 %. Påfølgende år var et år med store investeringer og høye laksepriser. Investeringene består i 2 nye båter (7,6 millioner og 750 000 kr), kamerasystem, nye fortøyninger, nye poser, nye mærer og i tillegg en ny fast ansatt i 2010. Grunnet de høye prisene og økt produksjon økte omsetningen fra ca 26 millioner til 40 millioner fra 2009 til 2010. Selskapet hadde et driftsresultat på nesten 13 millioner i 2010.

Tabell 3: Laksepris, driftsinntekter, driftskostnader og årsoverskudd for Sjurelv Fiskeoppdrett.

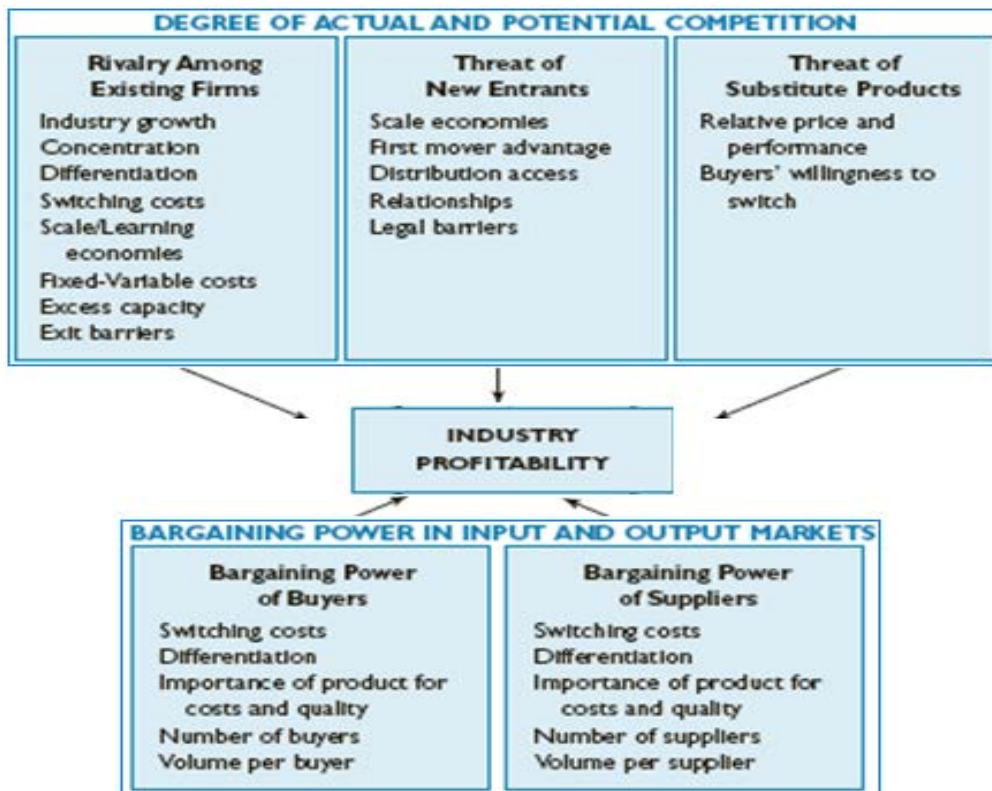
Sjurelv Fiskoppdrett	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Selskapets laksepris	36.72	27.45	24.37	21.78	30.07	21.19
Driftsinntekter	41 164 498	25 869 651	15 254 917	17 351 921	25 987 105	12 592 299
Driftskostnader	25 720 803	18 285 307	14 752 978	16 890 567	18 288 662	10 300 633
Årsoverskudd	10 690 472	5 269 962	274 005	1 790 957	5 373 693	1 322 611

3. Strategi analyse

Strategi analyse er et naturlig startpunkt for å analysere et selskap. Den gjør det mulig å granske økonomien til selskapet på et kvalitativt nivå, slik at den påfølgende regnskapsanalyse og analyse av fremtiden er begrunnet i forretningsmessig virkelighet. Ved den strategiske analysen stadfester en også profitt drivere og de viktigste risikoene som selskapet står ovenfor. Dette gjør slik at man kan vurdere om bedriftens nåværende prestasjon kan opprettholdes, og videre lage prognose av fremtidige prestasjoner (Palepu og Healy, 2008).

3.1 Ekstern analyse

For å analysere et selskaps profittpotensial må man først vurdere profittpotensialet til næringen som bedriften opererer i, fordi fortjenesten til forskjellige næringen varierer systematisk og forutsigbart over tid. Ifølge Palepu og Healy (2008) er lønnsomheten i en næring påvirket av Porters fem krefter. I henhold til dette rammeverket, er det konkurranseintensiteten som bestemmer potensialet for å skape unormale fortjenester til bedriftene i næringen. Hvorvidt den potensielle profitten opprettholdes i næringen eller ikke er bestemt av den relative forhandlingsmakten til selskapene i næringen og deres kunders og leverandørers forhandlingsmakt (Palepu og Healy, 2008).



Figur 6: Industry Structure and Profitability (Palepu og Healy, 2008)

Vi ser at Palepu og Healy deler næringens lønnsomhet opp i to deler, grad av nåværende og potensiell konkurranse, og forhandlingsmakt på "input" og "output" markedet.

3.1.1 Grad av nåværende og potensiell konkurranse

På det mest grunnleggende nivået er fortjenesten til en næring en funksjon av den maksimale prisen som kunder er villig til å betale for produktet eller tjenesten. En av de viktigste avgjørende faktorene for prisen er graden av konkurranse for samme eller lignende produkt (Palepu og Healy, 2008). Ved fullkommen konkurranse i næringen vil det være få muligheter til å tjene superprofitt. Motsatt hvis det bare er en bedrift i næringen vil vedkommende tjene monopolprofitt (Ringstad, 2002). Dette er to ekstreme tilfeller mens i virkeligheten er konkurransen et sted imellom disse to situasjoner. Som vi kan se av figuren er det tre kilder til konkurranse i en næring, rivalisering mellom eksisterende bedrifter, trussel for nye aktører og trussel fra substitutter. Siden laks transporteres og eksporteres over hele verden bestemmes lakseprisen av den totale produksjonen og etterspørselen på verdensbasis. Derfor er det viktig å se på nåværende og potensiell konkurranse med et makroøkonomisk (verdensomspennende) perspektiv. Av foregående figur ser vi de viktigste faktorene som påvirker hver enkelt kilde til næringens lønnsomhet.

Rivalisering mellom eksisterende bedrifter

Konkurranse innad i en bransje presser marginene ned. I noen næringer er konkurransen mellom bedrifter stor, noe som presser prisene nedover. Andre bransjer konkurrerer ikke på pris, men isteden finner måter å samkjøre prisen på og konkurrerer om innovasjon og merkeimage.

Næringsvekst - Matfisknæringen har hatt vekst, spesielt i Norge men også produksjon på verdensbasis. Etterspørselen etter fisk, spesielt laks, har økt de siste årene. Fangst av fisk er begrenset, befolkningen og bevisstheten om å spise sunnere øker, dermed er det nærliggende å tro at etterspørselen etter oppdrettsfisk vil fortsette å stige. Dette gjør slik at aktør ikke trenger å konkurrere om markedsandeler fra hverandre for å ha vekst. Som vi ser av figur 2 har veksten i næringen vært stor. Dette gjelder ikke bare for Norge men for laksenæringen som helhet. Vi ser at alle landene etterspør mer laks. EU er den region hvor etterspørselen er

sterkest, men Østen, spesielt Kina og Russland har vokst de siste årene. Produksjonen i Norge avgrenses ved konsesjoner, men utsteding av nye konsesjoner har før til vekst.

Konsentrasjon av konkurrenter - Hvor mange aktører og deres størrelse er også med på å bestemme konkurransen i markedet. I oppdrettsnæringen nasjonalt er det mange aktører. Bransjestrukturen er konsolidert da de fleste små selskap er gått konkurs eller har blitt kjøpt opp av store aktører. Det er i dag ikke mulig å utøve markedsrett bare gjennom å være stor på grunn av at laks er et homogent produkt. Store selskap kan heller ikke samkjøre sine priser da prisen styres av etterspørselen på verdensbasis og dermed er nærmest lik for alle. I Norge er en forskrift som sier hvor mye en enkelt aktør kan kontrollere. Denne grensen er satt til 20 % av total konsesjonsvolum, det vil si ca 160 normalkonsesjoner [17].

Grad av differensiering - Hvis man klarer å gi produktet sitt andre kvaliteter enn sine konkurrenters produkt kan man oppnå en høyere pris. Stor grad av homogenitet forhindrer denne muligheten. Differensiering innenfor service og kvalitet er vanskelig ettersom det allerede er høye krav til distribusjon, kvalitet og matsikkerhet for i det hele tatt å få operere i markedet. Dersom man ønsket å tilby bedre kvalitet eller service vil dette trolig gå på bekostning av kostnadsnivået. Den eneste måten oppdrettere kan differensiere seg er om valget mellom å selge fersk eller frossen laks. Det er prissvingninger mellom fersk og frossen laks. Evnene mellom å skifte mellom disse to produktene vil kunne gi økonomiske fordeler gjennom å ha mulighet til å selge det produktet som markedet til enhver tid etterspør (det produktet som gir mest fortjeneste). Dermed vil man til enhver tid få den mest effektive prisen. Det er sannsynlig å tro at denne tilpasningen vil være vanskelig, spesielt for store selskap. Dog er det mer sannsynlig at små selskap har fysekapasitet da produksjon er betraktelig mindre.

Stordriftsfordeler og faste kostnader – Bransjen har som sagt mange store aktører, men likevel viser det seg at selskapene med 3-4 konsesjoner har større effektivitet enn for eksempel de med over 8 konsesjoner (Hansen & Hansen 2008). Dermed kan man si at det er ikke er stordriftsfordeler i produksjonen. De faste kostnadene er heller ikke store da den største utgiftsposten til drift av oppdrettsanlegg er fôrkostnader, som varierer med produksjonen. Uten stordriftsfordeler og forholdsvis lave faste kostnader gjør slik at rivaliseringen mellom bedrifter er moderat. Derimot har selskapene høye lagerkostnader ved tilvirking av laks (store lakseverdier i havet). I tillegg kan det nevnes at det trengs mye kunnskap for å produsere laks noe som hindrer konkurransen.

Overskytende kapasitet og utgangsbarrierer – Med overskytende kapasitet (høyere kapasitet enn etterspørsel) vil konkurransen øke grunnet lavere priser for å fylle kapasiteten. Høye utgangsbarrierer vil gjøre det vanskeligere å komme seg ut av næringen, noe som fører til at man heller vil fylle opp kapasiteten. Problemet med overskytende kapasitet kan bli forverret hvis det er betydelige utgangsbarrierer, noe som vil påvirke prisen negativt. I oppdrettsnæringen oppleves nå en høy etterspørsel, samtidig som verdensproduksjon av laks har hatt en liten nedgang grunnet Chiles reduksjon. Grunnet den store fortjenesten og gode framtidsutsikter til selskapene er entusiasmen for å komme seg inn i næringen eller utvide stor, noe som fører til lave utgangsbarrierer. Det finnes heller ingen reguleringer som gjør slik at utgangsbarrierer er høye, noe som fører til å forhindre konkurransen.

Konklusjon – Rivaliseringen blant aktørene i markedet er lav. Dette kommer blant annet av at produksjon av laks er best egnet ved gitte regioner i verden. Dermed opplever næringen forholdsvis stabil produksjon med høy etterspørsel. Siden laks er et homogent produkt er grad av differensiering begrenset. Relativt lave faste kostnader, regulering av produksjon (må ha tillatelse for å produsere, blant annet i Norge og Skottland), lav produksjonskapasitet i forhold til etterspørsel (delvis fravær av Chile) og lave utgangsbarrierer fører til at rivaliseringen mellom aktører i markedet er lav. Det er også nærliggende å tro at denne situasjonen vil fortsette de neste årene siden kapasiteten/produksjonen er regulert av myndighetene. På litt lengre sikt vil nok næringen oppleve større konkurranse etter hvert som Chile får bukt med sine problemer og øker produksjonen.

Trussel for nye aktører

Potensialet for å tjene unormal profitt vil tiltrekke seg nye aktører til en næring (Palepu & Healy, 2008). Dette fører til at prisene og profitten dermed vil falle. Følgende faktorer er med på å bestemme barrierene for å entre en bransje.

Stordriftsfordeler – Ved store stordriftsfordeler må nye aktører investere i stor kapasitet, som kanskje ikke blir utnyttet med en gang, eller å entre med mindre kapasitet enn optimalt (Palepu & Healy, 2008). I begge tilfellene vil den nye aktøren lide av kostnadsulempe i forhold til eksisterende aktører. I dette markedet er ikke stordriftsfordeler noe etableringshinder. Små og mellomstore bedrifter tendere til å ha bedre marginer enn store bedrifter. De siste årene er det få nye aktører som er kommet inn i markedet. Dette kommer

blant annet av at det kreves svært mye kapital for å etablere seg. Med tilstrekkelig kapital og kunnskap om drift av oppdrettsanlegg vil ikke en etablert aktører ha noen spesielle kostnadmessige fortrinn.

Tilgang til distribusjonskanaler og forbindelser – Begrenset kapasitet i distribusjonskanalene og høye kostnader med å etablere nye distribusjonskanaler kan fungere som et hinder for å etablere seg. Eksisterende forbindelser mellom selger og kjøper av laks gjør det også vanskelig for nye bedrifter å entre en næring. For en nyetablert aktør vil det være lett å få kontakt med eksportører/kjøpere av laks siden det er mange av dem. Transport av laksen forgår med trailere. Denne næringen opplever stor konkurranse, så dette sees ikke på som et hinder for å etablere seg.

Rettslige barrierer – Rettslige barrierer er den viktigste årsaken til at det ikke forekommer mange nye aktører i markedet. Akvakulturlovens § 4 pålegger å ha konsesjon for å drive med oppdrett av laks og ørret slik at produksjonen og konkurrenter begrenses [18]. I tillegg deler ikke staten ut mange konsesjoner på grunn av at ved produksjonen forekommer miljøutfordringer. ”*Tilgangen på gode oppdrettslokaliteter er en knapphetsfaktor for en bærekraftig utvikling av næringen*” (Gullestad et.al, 2011:3). En studie fra 2006 viste at prisen på en konsesjon var omtrent 28.5 millioner (Thomassen, 2006) Konsesjonsprisen har trolig økt noe som gjør at det som regel er eksisterende bedrifter i næringen som kjøper opp andre. Trusselen for at det kommer inn mange nye aktører som vil øke konkurransen betydelig innad i bransjen, er nærliggende å tro kun kan skje ved at myndighetene gjør endring av reguleringene. Samtidig må myndighetene ta i betraktning belastningene som forekommer naturen, og dermed har de begrensninger, slik at de ikke kan endre reguleringen på en måte som gjør at mange tillatelser utstedes.

Konklusjon – I bransjen er det i dag et potensiale for superprofitt, noe som gjør det attraktivt for eventuell nye aktører. Derimot er det få stordriftsfordeler i produksjon. Tilgangen til distribusjon og forbindelser anses ikke på som noe hinder for å etablere seg. Likevel vil jeg anse risikoen for at det etableres nye aktører i Norge som liten, men eierskifter kan forekomme. Dette kommer av at det er store rettslige barrierer. De miljøpåvirkningene som oppdrettsanlegg påfører er store og det er stort fokus på dette både blant næringslivet, myndighetene og befolkningen generelt.

Sannsynligheten for at det etableres mange nye aktører i den norske produksjonen ser jeg ikke på som den store trusselen, men konkurransen fra andre land ansees som større. Som nevnt

tidligere er produksjon av laks best egnet ved arktiske havområder hvor vanntemperaturen er stabil og lave, og biologiske miljøet i havet er gode. Dette er med på å begrense produksjon av laks, noe som fører til mindre konkurranse. Som vi ser av figur 5 har produksjon på verdensbasis vært ganske stabil de siste årene. En av de store produsentene, Chile, har hatt lav produksjon de siste tre årene. Asche og Guttormsen (2010) tror denne situasjonen kommer til å vedvare i flere år [19]. I en artikkel på nettavisen Dagens Næringsliv skrives det at ikke Chile er tilbake med produksjon lik 2008 (dvs. 400 000 tonn i året) før 2015 [20]. Trollvik (2010) tror også at Chile vil være tilbake i 2015 med "normal" produksjon [21]. Om dette skjer taler det for at lakseprisen ikke vil gå mye ned de neste årene.

Trussel fra substitutter

Et substitutt A er et produkt som kan erstatte et annet produkt B i konkurranse, når prisene på A og B endres. Krysselastisiteten mellom A og B må være positiv. I noen tilfeller kommer ikke trusselen fra at kunder bytter over til andre produkter men fra teknologi som gjør slik at kundene kan slutte eller bruke mindre av produktet (Palepu og Healy, 2008). Trusselen fra substitutter er avhengig av den relative prisen, nytte fra konkurrerende produkter og konsumenters villighet til å bytte produkt. Dersom det finnes substitutter som ligger veldig nær oppdrettslaks på kvalitet, nytte, smaksopplevelse og lignende vil konsumentene bli mer prissensitive, noe som videre innebærer mer pressede priser i markedet.

Oppdrettet laks har i prinsippet et helt matmarked å konkurrere mot. Som følge av økt fokus på sunt kosthold og proteinrik mat de siste årene anses sunne typer kjøtt som kylling, svin og andre typer fisk som laksens nærmeste substitutter. Eksportutvalget for fisk har de siste årene brukt store ressurser for at befolkningen skal få mer fokus på laks og hvordan den kan brukes i norske hushjem. Prisen på laks har gått veldig ned fra tidligere år, men er fortsatt høyere enn de nevnte substituttene. Dette har gjort slik at laks blir mer attraktiv men forbruket av laks er fortsatt svært lavt både i Norge og EU i forhold substituttene. En person spiser rundt 70 kilo kjøtt og 22,4 kilo ren fisk hvert år [22]. Av kjøtt spises det desidert mest svin, mens det spises mest torsk av fisketypene. Laks utgjør bare ca 1 % av disse matproduktene. Dette kan være en indikasjon på at næringen ikke når ut til alle som vil spise laks og ørret.

3.1.2 Forhandlingsmakt på input og output marked

Mens graden av konkurranse i en næring bestemmer hvorvidt det er potensial til å skape høye profitt, er den virkelige profitten påvirket av bransjens forhandlingsmakt hos sine kunder og leverandører. De viktigste transaksjoner som oppdrettselskap inngår på input siden i laksenæringen er med leverandører av fôr, fôringsflåter, oppdrettsbåter, noter, mærer, smolt, fortøyningsutstyr, fôringsautomater, fôringslanger, kamerautstyr og finansiering. På output siden selger oppdrettselskapene laksen til eksportørene som selger laksen videre. I alle disse transaksjonene er den relative økonomiske makten til de to sidene viktig for den samlede lønnsomheten til næringens bedrifter. Prissensitivitet og den relative forhandlingsmakten bestemmer graden av makten til leverandører og kunder som kjøper laksen.

Forhandlingsmakten til kunder (output marked)

Prissensitivitet bestemmer i hvilken grad kunder bryr seg om å forhandle om pris. Kunder er mer prissensitive hvis produktet ikke er differensiert, noe man kan si er tilfellet når det gjelder laks. Den relative forhandlingsmakten avgjør i hvilken grad de vil lykkes med å drive prisene ned, og kommer til syvende og sist an på kostnaden til hver part ved å ikke gjøre handel med den andre parten (Palepu og Healy, 2008). Andre indikatorer på høy forhandlingsmakt hos kundene er:

- hvis kundene er store eller kjøper store kvanta
- hvis produktet utgjør en stor del av kundens totale innkjøp eller kostnader
- hvis kunden har muligheten til å integrere bakover i verdikjeden (vertikal integrasjon)
- hvis produktet har liten betydning for kunden og hvis full informasjon eksisterer (Roos et al., 2005).

I laksenæringen er det som regel eksportører som kjøper fisken fra oppdretter og ikke konsumenter. Det å spise laks har fått større verdi blant konsumentene, blant annet på grunn av bevissthet om å spise sunt og laks er blitt en "trendy" matrett. Dermed er det nærliggende å tro at konsumentene er blitt mindre prissensitive. I tillegg er laksen veldig viktig for eksportørene siden det ikke er noe halvfabrikat og de ikke kan integrere bakover i verdikjeden. En stor andel av laksen hos Sjurelv Fiskeoppdrett selges til Hallvard Lerøy AS, noe som kan medfølge at denne kunden har forhandlingsmakt. Når det er høye priser har

eksportørene stort behov for å få nok laks til sine kunder, da er det oppdretter som har forhandlingsmakten og vice versa. Samtidig er det mange forskjellige land/marked som etterspør laks, slik at eksportørene også har mange å selge til. På grunn av disse situasjonene anser jeg som kunders forhandlingsmakt som varierende. I skrivende stund, med høye laksepriser, er det tenkelig at oppdretter har mest forhandlingsmakt. Situasjonen kan snu seg fort når produksjonen øker mer enn etterspørselen. Globalt sett har kunder som kjøper laks fra Norge forhandlingsmakt. Norge er største produsent og kundene kjøper store kvantum.

Forhandlingsmakten til leverandører (input marked)

Leverandører kan også presse opp prisene og marginene hvis de rette betingelsene er tilstede. Analyse av den relative forhandlingsmakten til leverandører er et speilbilde av å analysere den relative forhandlingsmakten til kunder. Indikatorer på at leverandører har høy forhandlingsmakt overfor den aktuelle bedrift er:

- hvis det er få leverandører
- hvis substitutter ikke er tilstede
- hvis produktet de leverer er viktig i selskapets produksjonsprosess
- hvis produktet er differensiert
- hvis leverandørene har muligheten til å integrere fremover i verdikjeden (vertikal integrasjon).

(Ross et al.,2005)

I Norge er det bare noen få leverandører av fôr (hovedsakelig EWOS, Biomar og Skretting), det er ingen substitutter til produktet laksefôr og produksjonen av laks er totalt avhengig av produktet. For lakseoppdrettsselskap utgjør fôr rundt halvparten av de totale kostnadene. Dette fører til at det er fôrleverdøren som er den viktigste leverandøren og har størst forhandlingsmakt ovenfor oppdrettsselskap. Samtidig er kostnadene ved å ikke gjøre forretning med oppdrettsselskapene dyre for fôrleverandørene grunnet de store beløpene som selskapene handler for. Dette er noe som kan forklare hvorfor fôrleverandører ikke har enda større marginer i verdikjeden. I tillegg har fôrleverandører liten mulighet til å integrere

nedover i verdikjeden. En fare for fremtiden kan være at råvarene til å produsere laksefôr blir en knapp faktor slik at prisene presses ytterligere opp.

For i det hele tatt å kunne produsere slaktemoden laks må oppdrettsselskapene kjøpe smolt. Smoltleverandørene har i dag lav profitt, men på grunn av vertikal integrasjon har litt større oppdrettsselskap sikret seg god tilgang på smolt av god kvalitet. Kjøp av smolt av god kvalitet kan være litt problematisk for de små oppdrettsselskapene på grunn av at de har få uavhengige smoltleverandører å kjøpe fra, og kan ende opp med om de ikke får tilgang til å kjøpe smolt fra konkurrentene. Smoltleverandørene har liten mulighet til å integrere fremover i verdikjeden. Substituttet til laksesmolt er ørretsmolt, og oppdrettsselskapene har lave byttekostnader med å produsere ørret i forhold til laks. Smoltleverandører ansees som å ha relativ høy forhandlingskraft. En konsekvens er at Sjurelv Fiskeoppdrett må kjøpe smolt fraktet helt fra Hordaland. Da må smolten vaksineres parasitten PD, noe som fordyrer smoltkostnadene.

3.1.3 Konklusjon av ekstern analyse

Den potensielle og virkelige lønnsomheten i oppdrettsnæringen er høy, noe som henholdsvis vises i graden av konkurranse og forhandlingsmakten i input og output marked. Bedriftene innad i bransjen har liten grad av konkurranse seg imellom men har mer en utfordring om å få lave kostnader. For resultatet har det ingenting å si om man har en krone lavere i produksjonskostnader eller om man har en krone høyere i pris. Den store forskjellen er at produksjonskostnader er forutsigbare. Lakseprisen kan ikke Sjurelv Fiskeoppdrett påvirke selv. En måte man kan forutsi lakseprisen på er ved hjelp av forwardkontrakter for laks (ca inntil 2 år).

Den lave rivaliseringen mellom bedriftene blir skapt av høy næringsvekst, konsolidering, lav grad av differensiering og lave utgangsbarrierer. I fremtiden er det mest sannsynlig at næringsveksten kommer til å synke og da vil rivaliseringen mellom bedriftene øke.

Konsesjonsordningen hindrer at nye aktører etablerer seg ukontrollerbart. Trusselen for aktører som øker produksjon eller etablerer seg i andre land er derimot høy.

Stordriftsfordelene er lave og tilgangen til distribusjonskanalene er gode. Det at etterspørselen har økt i de siste årene viser at laks har styrket sin posisjon i forhold til konkurrerende produkter.

Fôrleverandørene er de som har mest forhandlingsmakt ovenfor lakseoppdrettsselskapene. Dette kan føre til at Sjurelv Fiskeoppdrett må betale høyere priser for fôret i fremtiden. En omtale som er aktuell i dag er at råvarene (som for eksempel andre fiskearter) til produksjon av fôr ikke er effektiv (dårlig ressursutnyttelse). Man bruker andre matvarer for å skape laks. Dermed kan disse råvarene bli mindre tilgjengelig i fremtiden og fôrprisene presses opp.

3.2 Intern analyse

I en intern analyse vil man se på hvilket konkurransefortrinn selskapet har i forhold til sine konkurrenter. Fortrinn skapes enten ved ha de laveste kostnadene eller ved å differensiere seg fra konkurrentene og dermed oppnå en høyere pris med moderate kostnader. Siden laks er et homogent produkt jobber laksoppdrettsselskapene mer med å få lave kostnader enn å differensiere seg.



Figur 7: Verdikjeden etter Porter (1985).

3.2.1 Primæraktiviteter

Inngående logistikk

Distribusjon av fôr til anleggene foregår med båter. Lokalitetene til Sjurelv Fiskeoppdrett AS er plassert ytterst i Kaldfjord slik at de ikke har noe ekstra fraktkostnader i forhold til sine konkurrenter. Fôrkostnadene til bedriften ligger på rundt 11-12 millioner per år, noe som vil doble seg når den nye konsesjonen er fullt utnyttet. Bedriften har lavere forhandlingsmakt når det gjelder prisen for fôret sammenlignet med de store fôrkjøperne.

De fleste oppdrettsselskap har settefiskanlegg slik at de har tilstrekkelig tilgang til smolt med god kvalitet. Dermed vet de at smolten kommer fra samme produksjonsplass slik at faren for smitte av sykdommer er betraktelig minsket. En stor ulempe for Sjurelv Fiskeoppdrett er selskapet er avhengig av å få smolt fra andre aktører. De siste årene har de fått smolt fra et selskap i Lindås kommune i Hordaland. Når smolt fraktes over regionsgrenser må den vaksineres mot sykdommen PD. Dette, i tillegg til lang frakt øker enhetskostnaden for smolten. I tillegg er de ikke sikret tilgang til smolt når tilbudet av smolt er lav eller når etterspørselen er høy. Tidligere har Sjurelv Fiskeoppdrett fått nok smolt men i fremtiden kan dette begrense full produksjon. Smolten har heller ikke vært av god kvalitet, noe som har forhindret optimal tilvekst på fisken sammenlignet med andre aktører i bransjen. Dette kan ha store utslag i starten av livssyklusen til laksen. Situasjonen ser lysere ut nå enn tidligere år siden det produseres mer smolt enn oppdrettsselskapene trenger til seg selv, og dermed har Sjurelv Fiskeoppdrett større sjanse for å få bedre smolt enn tidligere. Selskapet ligger nært til slipp, bøteri og andre detaljister slik at tilgangen til slikt utstyr er god og eventuelle fraktkostnader er lav.

Operasjoner

Som nevnt tidligere har Sjurelv Fiskeoppdrett litt langsommere produksjonstid enn bransjen for øvrig. Dette kommer blant annet av hvordan de fôrer fisken. I starten fôres laksen via fôringsautomater festet til mærene, videre fôres de med slanger via en fôringsflåte. Fôringsflåten er utstyrt med dataskjermer og i mærene er det montert kamera som viser hvordan laksen spiser. Dermed får fisken tilfredsstilt appetitten hurtig hver dag og røkterne får en god kontroll over fôret slik at det ikke overfôres eller underfôres. Dette er noe Sjurelv Fiskeoppdrett nylig har begynt med. Tidligere hadde de ikke kamera, men justerte den totale mengden av fôr som skulle fôres hver dag med å se på fisken fra overflaten. Dermed underfôret de for å hindre at fôr gikk til havbunnen. De store oppdrettsselskapene med 3-5 konsesjoner per lokalitet har større mærer (130-170 meter i diameter) enn Sjurelv Fiskeoppdrett, dermed må de også ha strømmålere og oksygenmålere i mærene i tillegg til kamera. Dette skaper mer kontroll, men med mindre mærer er ikke dette noe faremoment. Dermed sparer Sjurelv Fiskeoppdrett penger på å ha mindre mærer. Ved lengre produksjonstid får de en ”sterkere” laks som tåler mer under sortering, frakt til slakteri og ved slakting. Fisk som dør og de økonomiske tapene under slike prosesser er begrenset. Men når

det er flere konsesjoner er det å ha hurtig omløpshastighet (produksjonstid) på produksjon mer profittmaksimerende. Eventuelle tap ved behandling av laksen er mye lavere enn gevinsten av å ha høy omløpshastighet på produksjonen. Derfor forsøker Sjurelv Fiskeoppdrett å få lavere produksjonstid.

Sjurelv Fiskeoppdrett har en båt som kan gjøre alle typer operasjoner som er nødvendig ved drift av et oppdrettsanlegg. Dette innebærer blant annet frakting av fôrsekker, ta død fisk, skifte nøter og fortøyningsarbeid. Noen av de store, blant annet Lerøy Aurora AS, har litt mindre båter til daglig drift og en servicebåt som går fra lokalitet til lokalitet for å sette ut anlegg og gjøre fortøyningsarbeid. Trolig vil dette skape større fare for spredning av sykdommer mellom lokaliteter.

Utgående logistikk

Slaktekostnadene inkludert frakt ligger på rundt 2,3 kr pr/kg for Sjurelv Fiskeoppdrett AS. Gjennomsnittet i bransjen varierer fra 2,05-2,4 pr/kg, ifølge lønnsomhetsundersøkelsen til Fiskeridirektoratet (2009).

Muligheten til å ikke kunne slakte når en selv ønsker det er ugunstig. Ved svært store svingninger i prisen fra en uke til neste uke, vil bedriften bære risiko for ikke å kunne tilpasse slakting når prisen er gunstig. Prisforskjellen kan på det mest ekstreme variere med opp til 2 kroner per uke, noe som tilsvarer store beløp ved salg, ifølge daglig leder, Terje Hansen ved Sjurelv Fiskeoppdrett. Videre sier han at dette problemet ikke så stort i dag da de har et godt samarbeid med Lerøy Aurora AS på Skjervøy angående slakting av laks. Lerøy Seafood Group ASA er også den som kjøper mest laks hos Sjurelv Fiskeoppdrett.

Markedsføring, salg og service

Sjurelv Fiskeoppdrett har ingen markedsføringskostnader. Når selskapet har slaktemoden laks kontakter de nettverket de har innen salg og forhandler pris på laksen. Samtidig klargjøres laksen for slakt ved at fisken sultes (i ca. 1 uke), og videre fraktes til slakteri. Lite administrasjon og ingen markedsføring gjør slik at kostnadene blir lave i forhold til konkurrenter.

3.2.2 Sekundæraktiviteter

Sekundæraktivitetene er aktiviteter som har som hovedformål å understøtte primæraktivitetene i deres arbeid.

Ledelse, organisasjon og styring (infrastruktur)

Med bare 3 ansatte påvirker hver enkel av de ansatte bedriften mye. Den menneskelige kompetansen er svært viktig, men samtidig avlegges mye til daglig leder. Selskapet har lange og gode forbindelser med både forsikringsselskap, bank og andre leverandører.

Menneskelig ressursutvikling

De ansatte i bedriften har erfaring og kunnskap for å få optimal tilvekst på laksen samtidig som de har lave kostnader. For eksempel har de ansatte som vet når tid det er mest optimalt å starte med appetittfôring (kamerafôring) og hvordan intensiteten skal justeres for å få lavest mulig førkostnader. Ved få ansatte kan hver enkelt få mer ansvar og inkluderes i alle operasjoner slik at de utvikler seg både faglig og personlig. Dette er en av fordelene for et lite selskap. Ulempen kan være at de ansatte ikke får kursing og muligheten for å få høyere stillinger i den grad som de kunne fått i store selskap. Følgene av dette kan være mindre kunnskap og kompetanse.

Teknologiutvikling

Alle verdiskapende prosesser i en bedrift innehar en viss form for teknologi, det være seg prosedyrer, "know-how" eller produksjonsutstyr (Porter, 1985). Sjurelv Fiskeoppdrett har godt med utstyr for å ha en optimal drift. Hvis teknologien utvikler seg, er det veldig lett å kopiere andre, lite holdes hemmelig og rivaliseringen mellom konkurrentene i laksenæringen er lav.

Innkjøp

I følge Porter (1985) utgjør innkjøpskostnadene en liten eller ubetydelig del av totalkostnadene til en bedrift. Innkjøpsfunksjonen har imidlertid ofte en stor innvirkning på bedriftens totalkostnader og differensiering. Innkjøpene i Sjurelv Fiskeoppdrett gjøres ikke i samarbeid med andre aktører. Ved å innføre samarbeid med andre aktører, for eksempel ved innkjøp av fôr, kan de oppnå bedre priser.

4. Verdsettelsesteknikk

Målet med oppgaven er å foreta en verdivurdering av Sjurelv Fiskeoppdrett AS. Dette kan gjøres på flere forskjellige måter, og verdien vil variere fra de ulike metodene.

Hovedkategoriene innen verdsettelse er fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsetting. I dette kapitlet vil jeg belyse noen av de mest relevante metodene, kontantstrømbaserte-, balansebaserte og multiplikatormodeller, og redegjøre for valg av verdsettelsesteknikk benyttet i denne oppgaven.

4.1 Diskontert kontantstrøm

Aksjonærene forventer at eierskapet skal medføre netto kontanttilførsler i fremtiden. De kontantoverskudd som bedriften vil generere er det som gir verdi. Derfor bør man budsjettere og diskontere kontantoverskudd når det er tid og ressurser til det. Aksjer i et selskap er ikke noe annet enn en eiendomsrett til en andel av kontantstrømmene til en bedrift. Derfor er kontantstrømbaserte modeller de anbefalte modellene (Boye og Meyer, 2008). Det taes utgangspunkt i historiske data, og videre estimere kontantstrømmen for de neste 5-15 år og til slutt en residualverdi for resterende år. En av følgende metoder brukes.

Egenkapitalmetoden

Driftsresultat
- Netto finansresultat
- Skatt på resultat
- Minoritetsinteresser
= Nettoresultat
+ Av- og nedskrivninger
+ Økning i netto rentebærende gjeld
- Investeringer i anleggsmidler
- Økning i arbeidskapital
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Totalkapitalmetoden

Driftsresultat
- Skatt på driftsresultat
= Driftsresultat etter skatt
+ Av- og nedskrivninger
- Investeringer i anleggsmidler
- Økning i arbeidskapital
= Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Kontantstrøm er kun de inn- og utbetalinger som skjer i bedriften. Avskrivninger er fratrukket ved beregning av resultatet og det medfører ingen utbetaling, og må derfor legges til resultatet. Ved beregning av resultatet er det ikke hensyn til investeringer i anleggsmidler, noe som medfører utbetalinger og må derfor trekkes fra kontantstrømmen. Salgsinntekter inngår i resultatberegningen, men de er ikke innbetalinger. Hvis utestående kundefordringer og

varelager (omsetningsavhengige omløpsmidler) øker i perioden, vil innbetalingene være lavere enn salgsinntektene. Derfor må man trekke fra en eventuell økning når man går fra resultat til likviditet. En reduksjon derimot, frigjør kapital og må legges til. En økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld, for eksempel leverandørgjeld, medfører at utbetalingene blir mindre enn varekjøpet og har en positiv kontantstrømeffekt (Boye og Meyer, 2008). Derfor legges en økning til, mens en reduksjon i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld trekkes fra ved beregning av kontantoverskuddet. Arbeidskapital defineres som omløpsmidler fratrukket ikke rentebærende kortsiktig gjeld. Å trekke fra en økning i omsetningsavhengige omløpsmidler og å legge til en økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld, er det samme som å trekke fra en økning i arbeidskapitalen. Egenkapitalmetoden representerer den frie kontantstrømmen til aksjonærene mens totalkapitalmetoden representerer den frie kontantstrømmen til kapitulyterne, altså aksjonærer og kreditorer. Derfor er forskjellen på metodene netto rentebærende gjeld og finanskostnader. Totalkapitalmetoden beregner en ren sum på hva selskapet sitter igjen med før man betaler tilbake til kapitulyterne. Etter å ha regnet ut verdien av kontantstrømmene til totalkapitalen, trekker man fra nettogjelden og legger til kontantbeholdning for å estimere aksjonærenes verdi (Thorsen, 2011).

For å sette en verdi på estimerte kontantstrømmer må man bestemme avkastningskravet for investeringen. *”Avkastningskravet bestemmes av hva du kunne ha oppnådd på en alternativ investering, det vil si investeringens alternativkostnad”* (Thorsen, 2011:72). Graden av risiko med investeringen påvirker også avkastningskravet. Når man skal vurdere alternativkostnaden må man huske å sammenligne risikoen. Avkastningskravet til egenkapitalen er kapitalverdimodellen CAPM.

$$R_{ek} = R_f (1 - S) + \beta (R_m - R_f(1 - S))$$

hvor R_f er risikofri rente, S = skattesats, β = Beta (systematisk risiko) og R_m er markedsavkastning. Modellen beskriver forholdet mellom risiko og den forventede avkastningen til en investering. Det er problematisk å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Problemet er å bestemme hvilken risikokompensasjon investorene krever for å påta seg risiko (Boye og Meyer, 2008). Avkastningskravet kan uttrykkes som summen av risikofri rente og et risikotillegg. Skatten trekkes fra den risikofrie rente på grunn av skattefradragene som tilskriver bedrifter med gjeld. Det anbefales at man benytter den lange statsobligasjonsrenten når den risikofrie renten skal bestemmes. Ifølge renteforventningshypotesen kan den lange renten sees på som gjennomsnittet av de forventede

fremtidige korttidsrenter (Thorsen, 2011). Beta er et mål på den markedsrelaterte risikoen. Det vil si hvordan en aksje svinger relativt til markedet. Det er ikke mulig å kvitte seg med denne risikoen. Beta multipliseres med markedets risikopremie ($R_m - R_f (1-S)$).

Avkastningskravet til total kapitalmodellen er kapitalkostnadsmodellen, etter skatt. Altså WACC, står for Weighted Average Cost of Capital:

$$WACC = R_g (1 - S) \times \frac{G}{EK + G} + Re_k \times \frac{EK}{EK + G}$$

hvor R_g = gjennomsnittlig lånerente, G = netto rentebærende gjeld, EK = markedsverdien av egenkapitalen, Re_k = avkastningskravet til egenkapitalen og $EK + G$ = verdien av total kapitalen. Långivernes avkastningskrav er reflektert i lånerenten. Aksjonærene skal ha forrentet markedsverdien av egenkapitalen og långiverne skal ha forrentet markedsverdien av lånekapitalen. Derfor må markedsverdier benyttes. De kontantoverskuddene vi beregner skal bare betjene egenkapitalen og den rentebærende gjelden (Boye og Meyer 2008).

4.2 Relativ verdivurdering

I denne kategorien finner vi metoder som er enkle og raske å beregne, og derfor mye brukt. Forholdstallene varierer fra hver enkelt bransje og selskap, slik at man bør sammenligne selskapet med et tilsvarende likt selskap. Ved kjøp/salg av aksjer bør man også få støtte av andre verdsettelsesmetoder.

4.2.1 Pris/Earnings

Dette er den mest brukte multiplikatormetoden. Verdien av et selskap er lik årsresultatet multiplisert med P/E tallet. Generelt indikerer en høy P/E at investorer forventer høyere vekst i årsresultatet fremover, sammenlignet med selskaper med lav P/E. Det kan være vanskelig å finne et selskap som er sammenlignbart med selskapet man vurderer. *”For å forstå betydningen av nøkkeltallet kan man se på det som antall år med nåværende resultater som er nødvendig for å forsvare dagens aksjekurs”* (Thorsen, 2011:111). Lavere P/E vil si at det tar kortere tid å ”tjene inn” dagens aksjekurs, og desto billigere er aksjen i utgangspunktet. P/E bør beregnes ut fra langsiktig snittinntjening og ikke fortjenesten i et bestemt år.

4.2.2 Pris/Bok

Pris/Bok er aksjekurs delt på bokført egenkapital per aksje, eller dele børsverdien på total egenkapital. Dette angir markedsverdien av selskapet relativ til dets regnskapsmessige verdi. Dersom alle selskapets verdier var registrert i regnskapene, og markedet priset aksjen korrekt, ville Pris/Bok = 1. Siden regnskap ikke tar med immaterielle verdier, som merkenavn, kundebase etc., ligger normalt den virkelige verdien høyere enn bokført verdi ($P/B > 1$). ”*Et selskap med høy avkastning på egenkapitalen bør ha en tilsvarende høy P/B, og et selskap med lav lønnsomhet kan ha en $P/B < 1$* ” (Thorsen, 2011:123). For at forholdstallet skal være rett må den bokførte egenkapitalen være tilnærmet lik markedsverdi.

4.3 Aktivbaserte metoder

Balansen skal reflektere verdiene til selskapet. Derfor er det naturlig å ta utgangspunkt i eiendelene. Kreditorer har også investert i selskapet og man må derfor trekke fra gjelden for å finne verdien til eierne.

4.3.1 Substansverdimetoden

Substansverdi defineres som markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden. De fleste selskapene kan bruke IFRS standarder, som karakteriserer utstrakt bruk av markedsverdiprinsippet. Selv om man har benyttet markedsverdiprinsippet, bør man foreta en selvstendig vurdering av eiendelene. ”*Normalt kan verdien av omløpsmidlene og gjelden anslås med relativt stor grad av nøyaktighet. Hovedproblemet er derfor ofte å verdsette anleggsmidlene, der verdien avviker betydelig fra bokførte verdier*” (Boye og Meyer, 2008:177). Det er ikke alltid det foreligger et velfungerende annenhåndsmarked, som for eksempel laks som ikke er slaktemoden, og verdsettelsen blir dermed svært usikker. Med mindre selskapet taper enormt mye penger, og salg av eiendelene er umulig, angir substansverdien aksjens minimumsverdi, ifølge Thoresen (2011). Om det foreligger goodwill bør man vurdere å benytte kontantstrømbaserte modeller. Ved verdsettelse av mindre, personavhengige selskap i næringer med lave etableringshinder kan det være naturlig å ta utgangspunkt i substansverdien.

4.3.2 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi er en undermetode av substansverdimetoden. Disse har til felles at man tar utgangspunkt i den bokførte egenkapitalen fra siste balanseregnskap. Substansverdiberegning

forutsetter at driften skal fortsette, mens likvidasjonsberegning forutsetter avvikling og forsert salg av eiendelene. På grunn av at forsert salg medfører et betydelig prisavslag på eiendelene og at det kan påløpe store avviklingskostnader, er likvidasjonsverdien langt lavere enn substansverdien. *”Likvidasjonsverdien er den laveste verdien selger kan akseptere”* (Boye og Meyer, 2008:182).

4.4 Valg av verdsettelsesteknikk

Fordelene med de balansebaserte modellene er at om det eksisterer et velfungerende annenhåndsmarked for eiendelene har selger en markedsverdi å forholde seg til. Modellene tar ikke for seg eventuell ”goodwill” eller ”badwill”, noe som er en ulempe. I oppdrettsnæringen er det ikke et velfungerende annenhåndsmarked for alle eiendelene. For eksempel laks som ikke er slaktemoden er det vanskelig å sette en riktig pris på, og få vil kjøpe denne laksen. I tillegg finnes det mye immaterielle eiendeler hos oppdrettsanlegg. Dette gjør det ugunstig å bruke denne metoden for verdsettelsen.

Multiplikatormodellene er enkle og raske å bruke, og er derfor mye brukt. Problemet med modellene er at det kan være vanskelig å finne selskap å sammenligne med. Få selskap i næringen har bare to konsesjoner, slik som Sjurelv Fiskeoppdrett. Sammenligning vil da skje mot børsnoterte selskap. Dette gjør at multiplikatormodeller ikke er fullkommen, men de kan eventuelt brukes som støttemetoder i denne oppgaven.

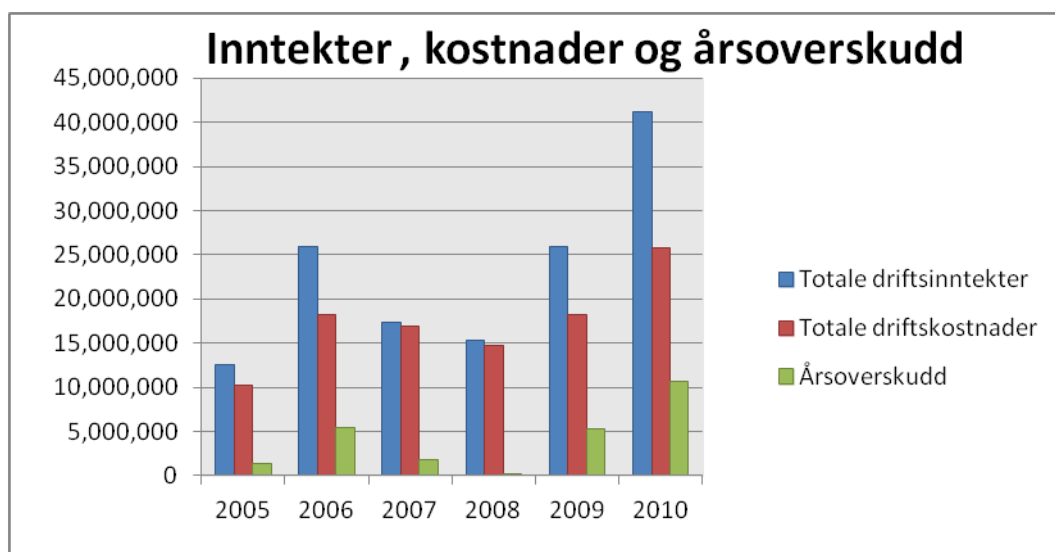
De kontantstrømbaserte modellene er de som har fått flest anbefalinger i ulike lærebøker. Momenter som taler for disse metodene er eksempelvis at på sikt er ikke et selskap verdt mer enn verdien det kan forrente. Investorenes avkastningskrav påvirker verdien av et selskap, da dette er diskonteringsfaktoren som benyttes for å estimere verdien. Dette er et av ankepunktene ved bruk av disse metodene. Andre ulemper er vanskeligheter og usikkerheter i å beregne den fremtidige inntjeningen og avkastningskravet, noe som kan gjøre at det blir noe tilfeldig. (Boye og Meyer, 2008).

Jeg velger å benytte meg av totalkapitalmetoden ved gjennomføringen av verdsettingen. I tillegg vil jeg bruke P/B metoden som støttemetode. Verdien jeg kommer frem til vil bli sammenlignet mot P/B faktoren til et utvalg av børsnoterte selskap.

5. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil jeg analysere årsregnskapet for Sjurelv Fiskeoppdrett AS for å få et helhetlig bilde av den økonomiske situasjonen og utviklingen. ”Regnskapsanalyse er en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata” (Kristoffersen, 2005:396). I tillegg vil jeg analysere de vanligste nøkkeltallene i en regnskapsanalyse, samt sammenligne disse med bransjen for øvrig. Tallmaterialet hentes fra ”Økonomiske analyser fiskeoppdrett. Lønnsomhetsundersøkelser for matfiskproduksjon, laks og ørret” (Fiskeridirektoratet, 2007-2009), og inneholder tall fra laks og ørretoppdrett. Jeg vil se nærmere på lønnsomhetstall, soliditetstall samt likviditetstall. Regnskapstallene er historiske tall, men analyse av disse vil gi verdifull informasjon om hvordan driften har vært. I analysen benyttes regnskapene fra 2006 til 2010. Posten ”leie av maskiner, inventar, osv.” under andre driftskostnader har økt fra 497 404 kroner i 2009 til 3 364 443 kroner i 2010. Dette er bare en fremskynding av kostnader for å få ned årsoverskuddet, ifølge daglige leder ved Sjurelv Fiskeoppdrett Terje Hansen. Jeg korrigerer denne posten til 700 000 og dermed steg driftsresultatet fra 12 779 252 kroner til 15 443 695. Skattekostnaden er ikke ilignet for 2010, men jeg beregnet den til 4 157 406 kroner (28 %). Regnskapene og vertikal analyse kan henholdsvis betraktes i vedlegg 1 og vedlegg 2. Nøkkeltall kan belyses i vedlegg 3.

5.1 Oversikt



Figur 8: Inntekter, kostnader og årsoverskudd for Sjurelv Fiskeoppdrett AS.

Av figuren ser vi at inntektene, kostnadene og årsoverskuddet til Sjurelv Fiskeoppdrett varierer. Salgsinntektene nådde en topp i 2010 med over 41 millioner kroner. Driftsresultatet var det beste gjennom historien, tilsvarende 15,4 millioner kroner (etter korrigeringsposten "annen driftskostnader"). Årsoverskuddet for 2010 er beregnet til 10,7 millioner kroner. Sammenlignet med de andre årene var 2008 et dårlig år, med inntekter og kostnader som var nesten helt jevne. 2006 og 2009 var gode år med en omsetning og overskudd på henholdsvis ca 2,6 millioner og ca 5,4 millioner. De høye inntektene og resultatet er grunnet i høye laksepriser og mye salg av laks.

Ved å se på kostnadene i prosent av salgsinntektene fra den vertikale analysen (vedlegg 2), ser vi at 2007 var det dårligste året. Vi ser at i kroner varierer kostnadene lite hver periode, mens inntektene varierer veldig mye. Det vil si at kostnadene varierer mye i prosent av salgsinntektene, noe som vises i vedlegg 2. Dette bekrefter hvor stor innvirkning lakseprisen har på resultatet.

Tabell 4: Inntekter, kostnader og resultat av driften (*SF AS = Sjurelv Fiskeoppdrett AS).

Emne	2009		2008		2007		2006	
	SF AS	Bransjen	SF AS	Bransjen	SF AS	Bransjen	SF AS	Bransjen
Driftsinnt.	25 869 651	26 881 659	15 254 917	22 144 617	17 351 921	21 137 813	25 987 105	22 499 895
Driftskost.	18 285 307	21 274 766	14 752 978	20 115 412	16 890 567	18 352 347	18 288 662	15 747 400
Driftsres.	7 584 344	5 606 893	501 939	2 029 205	461 354	2 785 466	7 698 443	6 752 495

Bransjetallene er per konsesjon over hele landet. Vi ser at resultatet for Sjurelv Fiskeoppdrett har variert de siste 4 årene i forhold til bransjen forøvrig. Driftsinntektene de tre siste årene har vært lavere enn gjennomsnittet i bransjen. Til gjengjeld har kostnadene også vært lavere enn gjennomsnittet i denne perioden. I 2006 var bedriftens beste år og driftsresultatet var nesten 1 million høyere enn bransjen forøvrig. Sammenligner man driftsresultatet med årsoverskuddet (fra figur 9) i 2007 var driftsresultatet mye lavere enn årsoverskuddet. Dette kommer av at Sjurelv Fiskeoppdrett solgte sine aksjer i Nor Seafood AS, og fikk en gevinst tilsvarende 1,5 millioner kroner.

Bransjetall for 2010 blir publisert cirka i august 2011. Det er viktig å se på produsert og solgt mengde laks når man skal analysere en periode økonomisk. Inntekter og kostnader må vurderes henholdsvis opp mot hvor mye som er solgt og produsert. Derfor er det vanlig at kostnadene vurderes per kilo (se tabell 5). Hvis for eksempel produksjonen er høyt i et år vil også de totale kostnadene være høye, mens inntektene kan være lave om de har solgt lite laks. Derimot kan verdiskapningen ha vært veldig gode et år selv om resultatet er forholdsvis dårlig. Og motsatt, hvis de har solgt mye laks, men produsert lite laks vil kostnadene bli lave og inntektene høye, og dermed blir resultatet høyt. Dette kommer av at kostnadene og inntektene av hvert utsett blir registrert i forskjellige regnskapsår. Derfor vil jeg se på de to viktigste kostnadsgruppene og resultatet sammen med solgt mengde og produsert mengde laks.

Tabell 5: Horisontal analyse av Sjurelv Fiskeoppdrett AS. * Korrigert tall for 2010.

Horisontal analyse											
Emne	År	2010		2009		2008		2007		2006	
		Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent
Salgsinntekter		41 089 498	158.1 %	25 869 651	99.5 %	15 254 917	58.7 %	17 335 921	66.7 %	25 986 725	100 %
Varekostnader		21 178 834	144.3 %	14 396 849	98.1 %	11 041 373	75.2 %	13 015 292	88.7 %	14 678 421	100 %
Andre driftskostn.*		2 196 451	89.6 %	2 179 054	88.9 %	2 268 616	92.6 %	2 483 835	101.4 %	2 450 191	100 %
Driftsresultat*		15 443 695	200.6 %	7 584 344	98.5 %	501 939	6.5 %	461 354	6.0 %	7 698 443	100 %
Solgt laks (sløyd,kg)		1 119 001	129.5 %	942 365	109.0 %	626 065	72.4 %	796 093	92.1 %	864 338	100 %
Solgt laks (rund, kg)		1 348 195	129.5 %	1 135 379	109.0 %	765 418	73.5 %	959 148	92.1 %	1 041 372	100 %
Prod. laks (rund, kg)		1 238 611	121.4 %	1 169 895	114.7 %	782 721	76.7 %	936 809	91.8 %	1 020 239	100 %

Tall for produksjonen er hentet fra Sjurelv Fiskeoppdretts driftsrapporter. Produsert mengde = (Solgt mengde fisk + beholdning 31.12 - beholdning 01.01)/1,1111. Produsert mengde laks inneholder ikke død fisk som er produsert hvert år, noe som forhøyer produksjonskostnader

per kilo. Grunnen til at solgt mengde laks rund vekt kan være høyere enn produsert mengde rund vekt kommer av at produsert mengde divideres på 1,1111, som er omregningsfaktoren fra levende fisk til rund fisk etter sulting og bløgging, brukt i lønnsomhetsundersøkelsene til Fiskeridirektoratet. Dermed kan man sammenligne produsert mengde med hva bransjen har produsert. I horisontal analysen tar jeg utgangspunkt i år 2006, som var et godt år.

Generelt var 2007 et dårligere år enn basisåret 2006. Vi ser at til tross for at solgt mengde bare gikk ned med 7,9 % gikk salgssinntektene ned med 33,3 %. Samme tendens ser vi i 2008 og 2009. Dermed var gjennomsnittlig laksepris i 2006 bedre enn disse årene. I 2010 derimot ser vi at salgssinntekter (58,1 % økning) har steget mer enn solgt mengde (29,5 %), noe som er en indikasjon på at lakseprisen var bedre i 2010 enn i 2006.

Selv om produsert mengde gikk ned med 8,2 % fra 2006 til 2007 gikk "andre driftskostnader" opp med 1,4 %, mens den største kostnadsgruppen "varekostnader" gikk ned 11,3 %. Dette indikerer at varekostnadene er 3,1 % bedre utnyttet i 2007 enn i 2006. I 2008 gikk produksjonen og varekostnadene like mye ned (i %) fra 2006. Bedriften var plaget med mye tap av fisk dette året, noe tabellen under indikerer, med høye smolt- og fôrkostnader per kilo. Stor dødelighet var et generelt problem for bransjen i 2008. "I 2008 var det flere selskap som oppgav å slite med sykdomsproblemer (Pancrease disease, ILA). En faktor som bidro til å øke kostnadene. redusere tilvekst og øke fôrfaktoren", ifølge lønnsomhetsundersøkelsen (2009:18). Tabellen ovenfor viser at forholdet mellom kostnader og produsert mengde er bedre sammenlignet med basisåret. I 2010 ser vi at varekostnadene er forverret med 44,3 % mens produsert mengde bare er økt med 21,4 %.

Sammenligner man solgt mengde og produsert mengde fra 2006 til 2009 med gjennomsnittet i bransjen, har Sjurelv Fiskeoppdrett utenom 2007 både solgt og produsert mer enn gjennomsnittet. Likevel mener daglig leder Terje Hansen at de beste produserer rundt 1330 tonn laks for året per konsesjon, og at selskapet har satt ut for lite smolt per år.

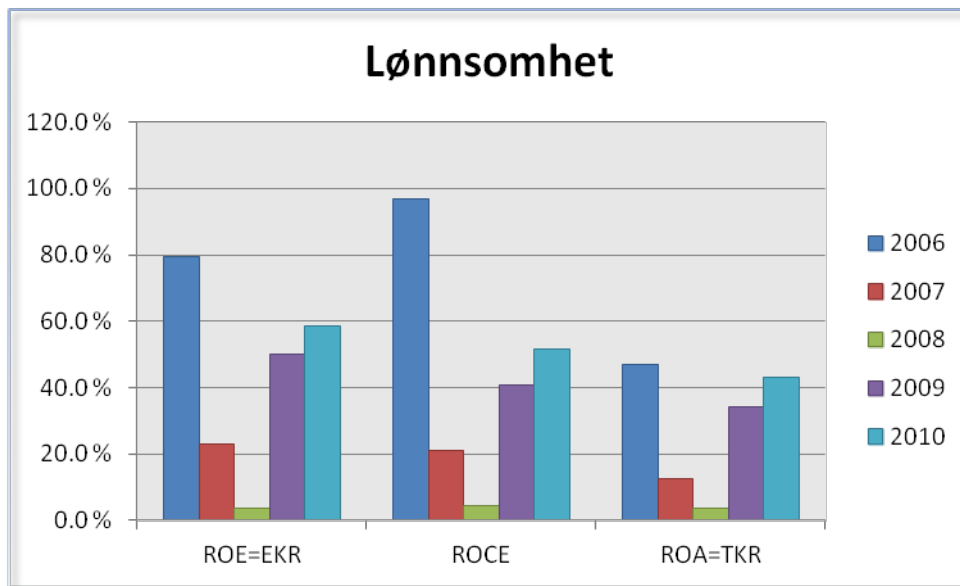
Tabell 6: Kostnader per kilo produsert laks (rund vekt/1.111). (*SF AS = Sjurelv Fiskeoppdrett AS).

Kostnader (kr pr kg)	2010		2009		2008		2007		2006	
	SF AS	SF AS	Bransjen	SF AS	Bransjen	SF AS	Bransjen	SF AS	Bransjen	
Smoltkostnad		1.81	1.94	2.92	2.09	2.54	2.13		1.58	
Førkostnader		8.88	9.85	9.93	9.76	9.06	9.07		8.36	
Forsikringskostnad	0.03	0.16	0.14	0.35	0.15	0.33	0.15		0.16	
Lønnskostnader	1.40	1.11	1.29	1.50	1.43	1.20	1.38	0.87	1.43	
Avskrivninger	0.49	0.26	0.99	0.44	1.06	0.37	0.89	0.27	0.74	
Annen driftskostn.	1.74	1.23	2.90	3.29	2.88	2.34	1.91	2.40	2.23	
Netto finanskostn.	0.48	0.22	0.38	0.17	0.93	0.06	0.43	0.23	0.23	
Produksjonskostn.		13.68	17.48	18.60	18.31	15.89	15.96		14.74	
Slaktekost/inkl frakt		2.34	2.35	2.28	2.33	3.28	2.25		2.09	
Sum kostnad pr kg	21.29	16.02	19.83	20.88	20.64	19.18	18.21	18.16	16.83	

Bedriften hadde høye smoltkostnader i 2007 og 2008, mens i 2009, med god kvalitet på smolten og lite dødelighet, hadde de lavere smoltkostnader enn bransjen. Vi ser at 2010 var et år med høye kostnader. Varekostnadene og netto finanskostnader var spesielt høy. Noe av dette skyldes henholdsvis kjøp av mye driftsutstyr og mer bruk av kassakreditten.

Forsikringskostnadene er jevnt over høyere enn bransjen for øvrig. Avskrivningene er lavere enn bransjen, mens annen driftskostnad er høyere. Dette kommer av at selskapet leaser båter og fôringsflåter, mens tendensen i bransjen er at anleggsmidlene kjøpes. Vi ser at den høye dødeligheten i 2008 økte kostnadene per kilo og produksjonskostnadene ble høyere enn gjennomsnittet. Med over 60 tonn mer enn bransjen i produsert mengde ble også kostnadene mye høyere enn gjennomsnittet i 2006. Selv om produksjon var nesten 70 tonn høyere enn bransjen i 2009 var produksjonskostnadene 3.80 kroner lavere. Man kan konkludere med at kostnadene er jevnt over gode og lik bransjen.

5.2 Lønnsomhet



Figur 9: Lønnsomheten til Sjurelv Fiskeoppdrett AS.

Lønnsomhet defineres som margin multiplisert med kapitalens omløpshastighet.

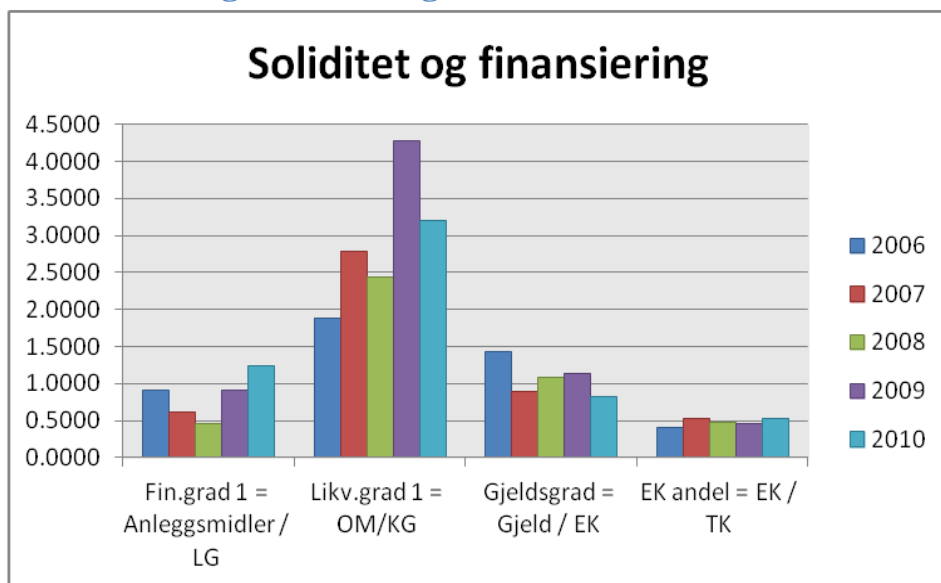
Return on equity (ROE) er den samlede avkastningen til eierne, også kalt egenkapitalrentabilitet. ROA er avkastningen på totalkapitalen, også kalt totalkapitalrentabilitet. Ifølge Thorsen (2011) er det bedre å analysere avkastningen på sysselsatt kapital (ROCE) enn totalkapitalen (ROA) fordi da ser man bare på gjeld som krever avkastning (rentebærende) pluss egenkapitalen. Ved beregning av nøkkeltall er det mest riktig å bruke gjennomsnittlig kapital siden resultatet er opptjent gjennom hele perioden (Kristoffersen, 2006) Sjurelv Fiskeoppdretts ROE har steget de tre siste årene, fra 3,4 % i 2008 til 50 % i 2009 og videre til 56,1 % i 2010. Dette kommer hovedsakelig av økningen i netto overskuddsgrad fra 1,8 % i 2008 til 20,37 % i 2009 og til 26,02 % i 2010.

Totalkapitalens omløpshastighet bidro til høyere ROE fra 2008 til 2009, men ikke til 2010. ROA er også påvirket av de to nevnte faktorene. Totalkapitalens omløpshastighet til Sjurelv Fiskeoppdrett er over 11 % høyere enn bransjen i 2006 og 2009, mens i 2007 og 2008 er den henholdsvis 2 % høyere og 4 % lavere (beregnet uten gjennomsnittlig kapital).

Sammenligner man 2006 og 2009 som hadde identisk netto overskuddsgrad, ser vi at rentabilitetene var høyere i 2006. Dette kommer av en høy omløpshastighet på totalkapitalen. I tillegg påvirket Financial leverage ROE og ROCE i positiv grad. Netto overskuddsgrad gikk ned fra 20,68 % til 10,33 % i 2007 og til 1,8 % i 2008, dette var hovedsakelig grunnet av mer nedgang i salgsinntekter enn i varekostnader. Dekningsgraden i vedlegg 3 hadde samme trend

og forklarer risikopremien for å delta i næringen og effektiviteten av bedriftens innkjøp. Risikopremien er på påvirket av graden av konkurranse og omfanget av produktets unikhhet. Fra 2006 til 2008 hadde bedriften henholdsvis 0,4 %, 10,5 % og 6,9 % lavere driftsmargin enn gjennomsnittet i bransjen.

5.3 Soliditet og finansiering



Figur 10: Soliditeten og finansiering til/av Sjurelv Fiskeoppdrett.

Finansieringsgrad 1 og 2 (samme som likviditetsgrad 1) bør være henholdsvis mindre enn 1 og høyere enn 2, ifølge Kristoffersen (2006). Finansieringsgrad 1 er et mål på hvor stor andel av anleggsmidlene som er langsiktig finansiert. Vi ser at finansieringsgrad 1 bare er høyere enn 1 i 2010. Dette kommer hovedsakelig av at de har betalt mye ned på den langsiktige gjelden som finansierer den nye konsesjonen. Før 2009 da Sjurelv Fiskeoppdrett kjøpte/fikk utstedt én konsesjon hadde selskapet forholdsvis lite anleggsmidler og langsiktig gjeld. Finansieringsgrad 1 steg med 0,45 fra 2008 til 2009. Som nevnt, kommer dette av at de leaser båter og fôringsflåter. Anleggsmidlene som selskapet eier er hovedsakelig finansiert med egenkapital.

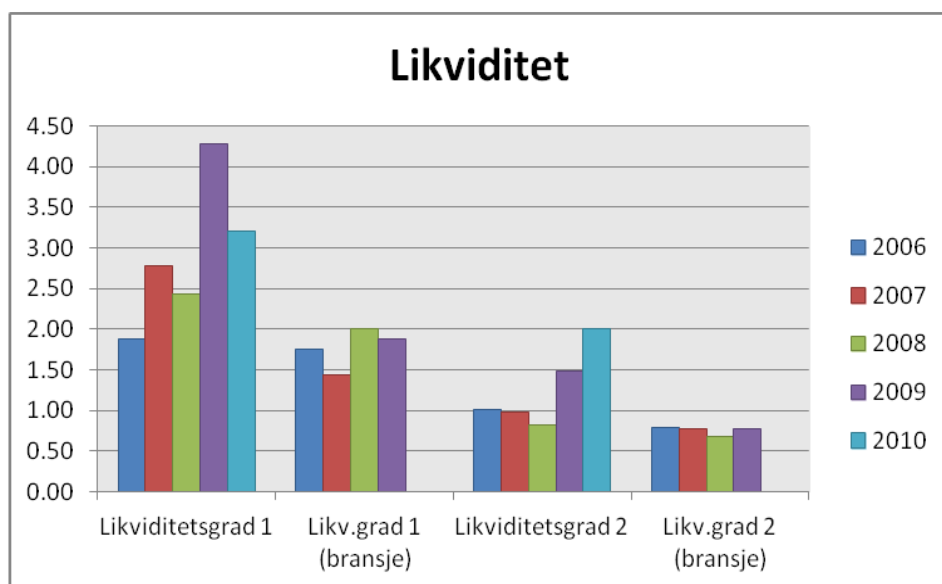
Likviditetsgrad 1 (finansieringsgrad 2) er et mål på hvor stor andel av omløpsmidlene som er kortsiktig finansiert. Vi ser at denne var lavere enn 2 i 2006, men mye høyere de påfølgende årene. Dette kom av både mye kortsiktig gjeld og lave verdi på omløpsmidlene. Generelt har bedriften høye omløpsmidler, hvor kundefordringer utgjorde over hele 20 millioner i 2010.

Grunnen ligger i at det ble solgt store mengder med laks i slutten av 2010, kundefordringene var høye og dermed ble ikke kassakreditten ("gjeld til kredittinstitusjoner) betalt ned.

Gjeldsgrad måler forholdet mellom kapital som er finansiert med utenforstående og kapital som er finansiert av eierne. Vi ser at gjeldsgraden var høy i 2006. Den var 44 % høyere enn egenkapitalen. Fra 2007 til 2009 gikk gjeldsgraden opp grunnet at gjelden steg mer enn egenkapitalen. I 2007 og 2010 var egenkapital andelen høyere enn gjelden (over 50 %) slik at gjeldsgraden ble lav. Vi ser ut fra figuren at selskapet er solid.

En god regel er at kapital som er bundet i anleggsmidler, ikke skal være finansiert med langsiktig kapital. Arbeidskapitalen bør derfor ikke være negativt, og dette fører også til dårlig likviditet. Fra vedlegget ser vi at både arbeidskapitalen og rentedekningsgraden er meget god. Bedriftens rentedekningsgraden måler evnen til å betale rentekostnadene ved forfall, og er veldig god. Sammenlignet med bransjen er rentedekningsgraden dobbelt så høy, nesten hvert år, enn gjennomsnittet i bransjen. Jeg vil konkludere med at Sjurelv Fiskeoppdrett er en solid bedrift.

5.4 Likviditet



Figur 11: Likviditeten til Sjurelv Fiskeoppdrett AS.

Likviditetsgrad 1 og 2 bør være høyere enn henholdsvis 2 og 1 (Kristoffersen 2006).

Likviditetsgrad 1 er, foruten 2006, over 2 og bedre enn gjennomsnittet i bransjen fra 2006 til 2010. Nøkkeltallet hadde en topp i 2009 på 4,28 før den gikk ned til 3,21 i 2010. Imidlertid

kan et selskap ha kortsiktige likviditetsproblemer selv ved en tilfredsstillende likviditetsgrad 1. Dette skjer når en betydelig andel av omløpsmidlene er vanskelig å likvidere. Likviditetsgrad 1 og 2 fanger opp selskapets evne til å dekke kortsiktig gjeld fra omløpsmidlene, hevder Palepu og Healy (2008). Av figuren ser vi at fra 2006 til 2008 er likviditetsgrad 1 forholdsvis komfortabel, men at en stor andel av omløpsmidlene kan være vanskelig å likvidere og at likviditetsgrad 2 dermed blir lav (i underkant av 1). Samtidig er også dette nøkkeltallet bedre enn gjennomsnittet i bransjen. I 2008 sank den fra 1 i 2006 og 2007 til 0,82, før den så steg henholdsvis til 1,49 og 2,00 påfølgende år. Fra vedlegg 3 ser vi at kredittiden til leverandører er normal mens kredittiden til kundene er lang, noe som forklarer de høye kundefordringene. Dette fører, som nevnt til lengere tid før kassakreditten nedbetales, men også til lavere likviditetsgrad 1 og 2. Lavere kredittid kan også føre til redusert salg for bedriften (Kristoffersen 2006).

6. Estimering av fremtidig utvikling

I dette kapitlet vil jeg sette opp et fullstendig fremtidsregnskap, hvor jeg går igjennom de ulike regnskapspostene og prognostiserer fremtiden. Dette belyser hvordan jeg har kommet frem til driftsresultatet som benyttes i beregningen av kontantoverskuddene. I tillegg blir også fremtidsregnskapet lagt til grunn i sensitivitetsanalysen. Prognoseperioden er fra år 2011 til 2025, hvor 2025 er terminalverdien. Fremtidsregnskap av balansen sikrer at finansieringen er i tråd med veksten av produksjon, slik at det ikke blir tatt urealistiske forutsetninger.

Omfattende prognoser av fremtiden er best egnet, for å ikke ta urealistiske forutsetninger (Palepu og Healy, 2008). Til slutt i kapitlet beregner jeg kontantstrømmen til totalkapitalen.

6.1 Fremtidig resultatregnskap

For å lettere kunne estimere inntekter og kostnader i fremtiden, estimerer jeg og tar utgangspunkt i hvor mye laks Sjurelv Fiskeoppdrett kommer til å produsere og selge. Selskapet solgte sin gamle oppdrettsbåt i april 2011 for 2,4 millioner og beløpet tilføres ”annen driftsinntekter”. Videre i fremtiden er ”annen driftsinntekter” satt til 0. Tall fra produksjonen er hentet ut fra bedriftens driftsrapporter og beregninger for 2011 og tidligere år.

Produksjonen og solgt mengde for 2011 kan estimeres med forholdsvis stor sannsynlighet, da jeg har all tilgjengelig data om produksjonen så langt i året, slaktetidspunkt og beregninger på tilveksten frem til slakting. Dette, i tillegg til høy produksjonsvekst (en ekstra konsesjon) gjør at jeg legger mest vekt på 2011 for å estimere 2012. Fra og med 2013 legger jeg vekt på gjennomsnittlig produsert og solgt mengde for perioden 2006-2009 da produksjonsreguleringen var en konsesjon. For to konsesjoner var gjennomsnittet henholdsvis 2 155 938 kg og 1 950 659 kg. I 2013 vil jeg legge til grunn gjennomsnittet, for så å tilføye en økning på 2 % hvert år fremover til produksjonen når 2 550 tonn. I år 2014 korrigerer jeg forskjellen mellom solgt mengde (rund vekt) og produsert mengde (rund vekt). Det skal mye til for å produsere mer 2550 tonn med dagens produksjonsregulering. Grunnen for økningen er at jeg antar at selskapet vil utnytte sin MTB bedre fremover (som forklart under avsnitt 2.2), få lavere produksjonstid (som forklart under intern analysen) og bedre kvalitet på smolten. I tillegg antar jeg at det vil bli større fokus på utsatt mengde smolt per år. Samtidig

vil jeg påstå at disse gjennomsnittstallene ikke viser nøyaktig sannheten, grunnet et historisk meget dårlig år i 2007 hvor mye smolt døde. I tillegg var inngående beholdning i 2006 lav.

I 2012 vil bedriften ha samme produksjonssyklus som i 2011, det vil si, utsett av smolt i mai og slakting av laksen i slutten av påfølgende år. Grunnet veldig god tilvekst på smolten som ble satt ut i mai 2010 frem til årsslutt(1,148 kg), vil jeg estimere denne periodens tilveksten til 1 kg for 2012. Likevel vil produksjon og solgt mengde øke grunnet mer utsett av smolt.

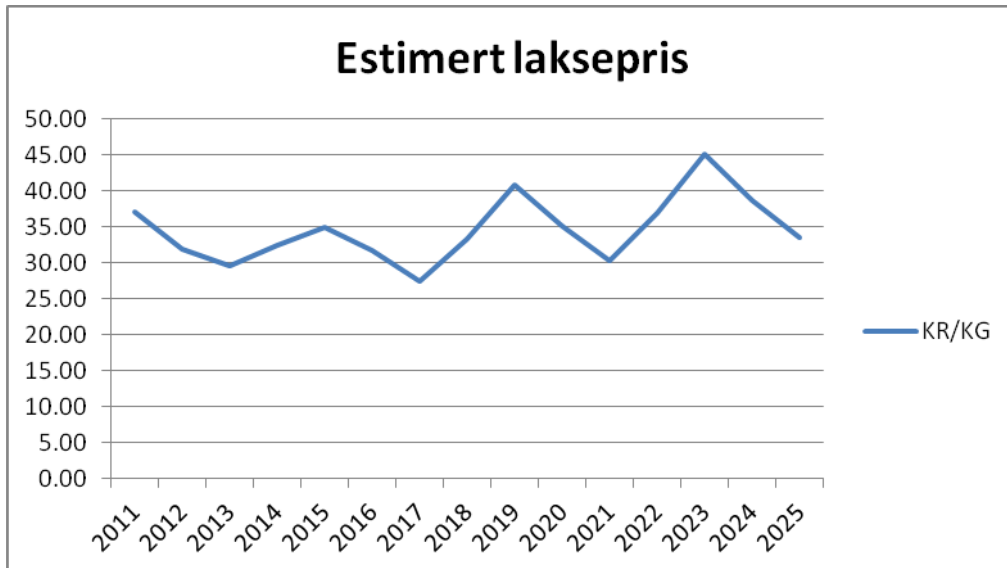
Produsert mengde (rund vekt) = (Solgt mengde + beholdning 31.12 - beholdning 01.01).

All fisk som er i anlegget nå vil bli slaktet ut i løpet av 2011. Per 1.1.2011 består anlegget av 102 426 stk. laks med en gjennomsnittsvekt på 3,051 kg fordelt på 2 mærer, og 330 733 stk. med en gjennomsnittlig vekt på 1,148 kg fordelt på 4 mærer. Dødeligheten fra utsett i mai 2010 til 31.12 var på 7,2 %. Dødeligheten i anleggene til Sjurelv Fiskeoppdrett har brukt å være høy i starten av utsettene og estimeres for fremtiden til å være 10 % i denne perioden for året 2011 og 2012. Dette er mer likt gjennomsnittet av dødelighet selskapet har hatt tidligere år. I 2011 skal den største laksen slaktes i juni/juli, mens den minste laksen skal slaktes i oktober/november. For å finne slaktevekt/tilvekst bruker jeg et program kalt EGI, som er utviklet gjennom forskning av fôrleverandøren EWOS. Dette programmet tar utgangspunkt i utføret mengde, temperatur, dødelighet og vekstfaktor for å finne ut hvordan laksen vil vokse fremover. Fra denne estimerte slaktevekten trekker jeg fra 0,3 kg for å korrigere for eventuell optimisme i modellen. I tillegg beregnes en dødelighet på 5 % fra 01.01.11 frem til slaktetidspunkt for den minste laksen og 2 % for den største laksen. For årene 2011 og 2012 beregnes også 5 % dødelighet. For å finne sløyd vekt (solgt mengde) trekkes 17 % fra rund vekt (solgt mengde).

I tillegg til solgt mengde (sløyd vekt) vil også utviklingen i lakseprisen ha stor betydning for utviklingen i salgsinntekter. For å estimere lakseprisen ved slakting bruker jeg forward prisene for 2011 og 2012, som ble observert 05.04.2011[23]. Forwardprisene for juni og juli 2011 er henholdsvis, 43,40 og 42,40 kr/kg. Dermed blir gjennomsnittsprisen 42,90 kr/kg. Slaktemengden i denne perioden er 399 904 kg (sløyd vekt) og utgjør 21,7 % av total mengde for året. For levering av laks i oktober og november er prisen 36,30 kr/kg. Slaktemengden er 1 440 487 kg og utgjør 78,3 % av total slaktemengde i 2011. Ved å vekte prisene blir lakseprisen for Sjurelv Fiskeoppdrett 37,78 kr/kg i 2011. Laksen som settes ut i mai 2011, slaktes i oktober og november 2012. Forward prisene for disse månedene er henholdsvis

32,30 og 32,95 kr/kg. Gjennomsnittsprisen for denne perioden blir da 32,63 kr/kg.

Forwardratene betegner laks per kilo, levert Oslo, for oppdrettere lokalisert i Nord-Norge utgjør denne fraktkostnaden fra 0,50 - 1 krone pr kilo. Derfor trekker jeg fra 0,75 kr/kg, som representerer lakseprisen til Sjurelv Fiskeoppdrett. I vedlegg 4 kan utregningen av lakseprisen for 2011 og 2012, med bruk av forwardprisene, belyses.



Figur 12: Estimert laksepris for prognoseperioden.

Fra år 2013 tar jeg utgangspunkt i Sjurelv Fiskeoppdretts gjennomsnittlige laksepris de 5 siste årene på 29,5 kr/kg. Jeg forutsetter at lakseprisen vil være syklisk slik som tidligere år. Rundt 2014-2015 antas det at Chile vil være tilbake med relativ høy produksjon noe som antas å føre til en dropp i prisen. Samtidig oppleves Norge, som er den største produsenten, som en relativt lakseskeptisk nasjon de siste årene, med tanke på å ha en bærekraftig næring. Derfor tror jeg at næringen må få mer kontroll over for eksempel lakselusen og andre faretruende momenter for smitte til vill laks og miljøforurensing, før vi vil se en betraktelig produksjonsvekst innen næringen. Fra 2015 og fremover vil den sykliske trenden ha en topp og en bunn innenfor 2 år. Dette begrunnes med at når prisen er høy vil produsenter øke produksjon i den grad det er mulig, og prisen vil falle. Når prisen er lav antas det at et motsatt scenario vil oppstå. Prosessen fra yngel til slaktemoden fisk er ca 27 måneder og derfor legges 2 år til grunn. Til tross for at prisen er syklisk har jeg en stigning på 2 % fra 2020 og fremover.

Varekostnadene de siste 5 årene har variert fra 11 kroner per kilo produsert, til 15,40 kroner per produsert kilo i 2010. Gjennomsnittet er på 12,90 kr/kg. Varekostnadene fra forrige år er

dermed høye og estimeres til å gå ned til 14,50 kr/kg i 2011. Dette er over 1,5 kroner høyere enn gjennomsnittet fra tidligere år, men det vil være nærliggende å tro at varekostnadene til oppdrettsselskapene vil øke. Som nevnt i strategi analysen ovenfor er en av truslene at leverandører kan hente mer ut av profitten i verdikjeden. I tillegg kan også strengere miljøkrav føre til økte kostnader. Jeg legger bruker en økning på 3,5 % hvert år fra 2012 og fremover.

Ekstra lønnskostnader vil utgjøre cirka 140 000 kroner fra 2010 til 2011. Selskapet har 3 faste ansatte gjennom hele året, noe som ikke var tilfelle de 2,5 første månedene i 2010. I tillegg vil selskapet bruke cirka 40 000 kroner mer i å lønne deltidsansatte. Lønnskostnadene antas å ha en lett stigning grunnet høyere produksjon. Grunnen til at jeg antar en lav stigning i lønnskostnader i forhold til økning av produksjonen kommer av at selskapet har gjort investeringer i produksjonsutstyr som automatiserer deler av driften (for eksempel flere båter). Derfor forutsetter jeg at lønnskostnadene økes med 3 % fra og med 2012 frem til 2022, da produksjonen antas å stabilisere seg. Videre antas lønnskostnader å øke med 2,5 %.

Avskrivningene har gjennomsnittlig vært 19,6 % av de varige driftsmidlene de 6 siste årene, som tabell 6 nedenfor viser. Jeg velger å la avskrivningene utgjøre 19 % i prognoseperioden.

Posten *annen driftskostnader* inkluderer blant annet fraktkostnader, forsikring, kjøp av merder og noter, reparasjon og vedlikehold, og tap. Disse varierer med produksjonen, og dermed forutsetter jeg at "annen driftskostnader" vil øke grunnet økning i produksjonen. Det antas også at det leases en ny fôringsflåte i 2012, noe som øker "annen driftskostnader" da leie av maskiner er inkludert. Dette vil utgjøre ca. 450 000 kr pr år i 15 år fremover. Som nevnt ble ny båt kjøpt i 2010. Både båt og fôringsflåte har selskapet leaset tidligere år. Posten var høyest i 2008, med 2,6 kroner per produsert kilo. I 2009 og 2010 var denne posten henholdsvis på 1,7 og 1,6 kr/kg. Dette er lavt i forhold til tidligere år, så jeg antar at denne vil stige til over 1,8 kr/kg, som er gjennomsnittet for de 5 siste årene. Dermed estimeres posten til 3,7 millioner i 2011. Påfølgende år legges det inn en stigning på 3,5 % frem til 2022 slik som varekostnadene, hvor produksjonen antas å stabilisere seg. Resterende år velger jeg å legge en økning på 2,5 % til grunn da produksjon antas å være stabil.

Resultat av finansposter har variert mye. De to siste årene har posten vært høyere enn tidligere år, grunnet høyere langsiktig gjeld. Fra 2009 til 2010 var det en nedgang i posten med 122 %, hovedsakelig grunnet hyppigere bruk av kassakreditten. Bruk av kassakreditten påvirker denne posten i stor grad, da den utgjør en stor del av den rentebærende gjelden.

Kassakreditten vil bli mer brukt ettersom selskapet øker sin produksjon og dermed også kostnader, da spesielt førkostnader. Gjennomsnittlig har posten utgjort en kostnad på 0.21 kr per produsert kilo. Jeg forutsetter at de neste årene vil selskapet bruke kassakreditten hyppigere siden de er i en overgangsfase fra en konsesjon til to konsesjoner. Posten settes til 0,4 kr/kg de to første årene av prognoseperioden for så å konvergere mot gjennomsnittet de to påfølgende år. Resten av perioden legges det tidligere gjennomsnittet til grunnen.

Ved estimering av kontantoverskudd brukes en skattesats på 28 %. Dette er vanlig skattesats for foretak i Norge. Utledningene ovenfor gir et estimert fremtidig regnskap for Sjurelv Fiskeoppdrett, som kan belyses i vedlegg 5.

6.2 Fri kontantstrøm til totalkapitalen (TK)

Ved beregning av den frie kontantstrømmen til totalkapitalen må også avskrivninger, investeringer i anleggsmidler og økning i arbeidskapital estimeres.

Tabell 7: Varige driftsmidler og avskrivninger for Sjurelv Fiskeoppdrett.

Sjurelv Fiskeoppdrett	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj.snitt
Varige driftsmidler	1 767 916	1 492 049	1 216 185	943 231	1 230 034	2 887 936	
% -vis endring		-15.6 %	-18.5 %	-22.4 %	30.4 %	134.8 %	21.7 %
Årlige investeringer		-275 867	-275 864	-272 954	286 803	1 657 902	224 004
Avskrivninger	262 568	275 867	275 864	272 954	325 597	611 576	
% av varige driftsmidler	14.9 %	18.5 %	22.7 %	28.9 %	26.5 %	21.2 %	19.6 %

De årlige investeringene er forskjellen mellom varige driftsmidler et år, fratrukket beløpet fra forrige år. De to siste årene har selskapet hatt investeringer på henholdsvis 286 803 og 1 657 902 kroner. Gjennomsnittlig er dette 972 353 kr. Grunnet ny konsesjon og dermed behov for flere driftsmidler ser vi at den prosentvise endringen har vært stor de to siste årene. Mye av driftsmidlene som trenges for å øke produksjonen er dermed allerede tilstede, men det vil fortsatt påfølge høyere investeringer i årene som kommer. Blant annet kjøper selskapet nye og større merder og kamerasystem. Derfor beregner jeg at investeringene kommer til å være lik gjennomsnittet for de to siste årene, for så å avta med årene. De årlige investeringene blir lav grunnet at jeg forutsetter at selskapet fortsetter å lease eventuelle kjøp av båter og føringsflåter.

Som nevnt ovenfor velger jeg å la avskrivningene utgjøre 19 % av de varige driftsmidlene.

Tabell 8: Arbeidskapitalen for Sjurelv Fiskeoppdrett.

Sjurelv Fiskeoppdrett	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj.snitt
Omløpsmidler	12 309 435	16 768 523	13 557 066	15 838 156	18 082 324	33 514 797	
Kortsiktig gjeld	7 088 589	8 934 221	4 869 428	6 507 738	4 220 350	10 452 299	
Arbeidskapitalen	5 220 846	7 834 302	8 687 638	9 330 418	13 861 974	23 062 498	
% av driftsinntekten	41.5 %	30.1 %	50.1 %	61.2 %	53.6 %	56.0 %	48.7 %

Arbeidskapitalen har variert mye, spesielt i absolutte tall. Gjennomsnittlig har arbeidskapitalen vært 48,7 % av driftsinntektene. Jeg lar arbeidskapitalen utgjøre 48 % av driftsinntektene gjennom prognoseperioden.

Tabell som viser årlige investeringer, avskrivninger og økningen i arbeidskapitalen 15 år frem i tid kan belyses i vedlegg 6. Dette og fremtidsregnskapet utgjør den frie kontantstrømmen til totalkapitalen, som kan betraktes i vedlegg 7.

7. Verdsetting av Sjurelv Fiskeoppdrett AS

Ved bruk av totalkapitalmetoden, må avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen estimeres. Avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) beregnes og brukes ved beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). WACC er et veid gjennomsnitt av egenkapitalens og gjeldens relative andel av totalkapitalen. Til slutt neddiskonteres den frie kontantstrømmen til totalkapitalen med WACC.

7.1 Beregning av Kapitalverdimodellen (CAPM)

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes slik:

$$CAPM = R_f (1 - S) + \beta (R_m - R_f(1 - S))$$

R_f er den risikofrie renten. Som nevnt tidligere anbefales det at den lange statsobligasjon benyttes som renteverdi. Jeg legger til grunn en norsk 10-årig statsobligasjonsrente, hentet fra Norges Bank den 31.mai 2011, pålydende en effektiv rente på 3,38 % p.a. [24].

S er skattesatsen. Jeg bruker 28 % som skattesats.

β er betaverdien, som er den systematiske risikoen til selskapet. Siden selskapet ikke er notert på Oslo børs og dermed ikke har noe betaverdi, velger jeg å beregne en aritmetisk gjennomsnittlig betaverdi, basert på 6 lakseoppdrettsselskap i Norge. De børsnoterte selskapene jeg har valgt er Marine Harvest ASA, Cermaq ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Austevoll Seafood ASA, SalMar ASA og Grieg Seafood ASA. Følgende betaverdier er hentet fra Bloomberg [25]:

Tabell 9: Beregnet aritmetisk gjennomsnittlig veid beta for Sjurelv Fiskeoppdrett AS.

Aritmetisk gjennomsnittlig veid beta for Sjurelv Fiskeoppdrett.		
Oppdrettsselskap	Beta	Markedsverdi (mill. kr)
Marine Harvest ASA	0.938	19 051.67
Cermaq ASA	0.733	9 851.25
Lerøy Seafood Group ASA	0.696	8 759.67
Austevoll Seafood ASA	0.734	7 399.18
SalMar ASA	0.641	6 592.00
Grieg Seafood ASA	0.513	1 898.25
Gjennomsnittlig veid beta:	0.709	

En beta på 0,709 for Sjurelv Fiskeoppdrett vil si at selskapets eventuelle aksjepris varierer mindre enn markedsporteføljen. Det vil si at aksjen er mindre volatil og dermed har mindre risiko.

R_m er markedsavkastningen. Det vil si avkastningen en aksjeeier får ved å investere i markedsporteføljen (børsindeksen). Avkastningen aksjonærene i Sjurelv Fiskeoppdrett kunne fått med å heller plassere pengene sine i en alternativ investering er med på å bestemme avkastningskravet til egenkapitalen. Risikopremien ($R_m - R_f$) i Norge er avkastningen en investor kan forvente utover den risikofrie renten. Det er gjort få grundige empiriske studier av risikopremien som børsindeksen i Norge gir. Førsteamanuensis i finans, Espen Sirnes ved Universitetet i Tromsø henviser til Dimson et.al (2010) som den beste for øyeblikket [26]. Ifølge Dimson et.al (2010) har risikopremien (markedsavkastningen på aksjer – statsobligasjoner) de siste 110 årene vært 2,4% p.a. når man ikke skattejusterer risikofri rente. Boye og Meyer (2008) antar at en risikopremie på 3 % uten skattejustering, vil utgjøre 4-5 % når den er skattejustert. Det vil si at en skattejustering øker risikopremien med ca. 50 %. Jeg tar utgangspunkt i Dimson et. al.(2010) sine studier på 2,4 % og tilføyer 1,2 % ($2,4 \times 50\%$). Dermed benytter jeg en risikopremie på 3,6 % etter skatt. I tillegg må det legges til en likviditetspremie for selskapet siden det ikke er børsnotert, og aksjonærene dermed krever høyere avkastning. Likviditetspremien antas å være 4 % slik at den totale risikopremien blir 7,6 %. Med verdiene beregnet ovenfor vil avkastningskravet til egenkapitalen bli:

$$CAPM = 0.0338(1 - 0.28) + 0.709(0.076) = 7.82 \%$$

7.2 Beregning av totalkapitalkostnaden (WACC)

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes slik:

$$WACC = R_g (1 - S) \times \frac{G}{EK + G} + R_e \times \frac{EK}{EK + G}$$

R_g er gjennomsnittlig lånerente. For å få en korrekt lånerente har jeg tatt kapitalkostnaden hvert år og delt på gjennomsnittlig rentebærende gjeld per år. Videre har jeg tatt det aritmetiske gjennomsnittet av lånerentene for å finne gjennomsnittlig lånerente over de 6 siste årene. Gjennomsnittlig lånerente for denne perioden til selskapet er 6,23 % p.a. og denne brukes i beregningen.

Skattesatsen (S) som benyttes er også her 28 %.

Rentebærende gjeld (G) pr. 31.12.10 er på 11 923 370 kroner, som brukes i beregningen. Verdien av egenkapitalen (EK) er bokført til 23 664 465 kroner på samme tidspunkt. Merk her at denne egenkapitalverdien er bokført verdi i balansen, mens markedsverdien (børsverdi) skal brukes. Siden denne ikke finnes for selskapet og fundamental verdsettelse er nettopp å finne denne, vil beregninger av egenkapitalverdi og WACC gjøres flere ganger. Det vil si at man beregner egenkapitalverdien og setter denne inn i WACC. Dette fører til at man stadig kommer nærmere en mer teoretisk riktig verdi på selskapet. Den midlertidige WACC er:

$$WACC = 0.0623(1 - 0.28) \times \frac{11\,923\,370}{23\,664\,465 + 11\,923\,370} + 0.0782 \times \frac{23\,664\,465}{23\,664\,465 + 11\,923\,370}$$

$$= 6.70 \%$$

7.3 Verdsetting av Sjurelv Fiskeoppdrett

Neste trinn er å regne ut markedsverdi på egenkapitalen. Det betyr at kontantstrømmen neddiskonteres. Nedenfor er det også visst hvordan man kommer frem til terminalverdien. ”Dersom kontantstrømmene er nominelle, dvs. de inkluderer inflasjon, må avkastningskravet være nominelt også”, i følge Thorsen (2011:103). Inflasjon utgjør 2,5 %, ifølge Norges bank [27]. Ved nominelle kontantstrømmer må altså inflasjon trekkes fra avkastningskravet. Ved utregning av kontantstrømmen bruker tar man kontantstrømmen hvert år (vedlegg 7), deler på avkastningskravet (1+0.067) og opphøyer i det spesifikke året. Ved siste år (år 15) bruker man ikke den estimerte kontantstrømmen, men bruker terminalverdien. Eks.:

$$DFCF = 14\,605\,235/1.067^1 + 19\,443\,670/1.067^2 \dots + 205\,036\,429/1.067^{15} = 165\,920\,044$$

$$Terminal\ verdi\ (TV) = \frac{8\,618\,792}{0.067 - 0.025} = 205\,036\,429$$

$$Totalkapitalverdi\ (TK) - Rentebærende\ gjeld = Egenkapitalverdi\ (EK)$$

$$165\,920\,044 - 11\,923\,370 = 153\,996\,674$$

Ved å sette disse nye ”markedsverdiene” av TK og EK inn i WACC (og holde alle andre faktorer konstant), kan jeg da regne ut et nytt estimat på WACC og dermed nye verdier på TK

og EK av selskapet. Flere gjentakelser (iterasjoner) gjøres, helt til verdiene konvergerer mot et nivå. Tabellen nedenfor viser resultatene:

Tabell 10: EK-verdi og WACC for Sjurelv Fiskeoppdrett.

	1.iterasjon	2.iterasjon	3.iterasjon	4.iterasjon	5.iterasjon
TK-verdi	165 920 032	141 074 653	142 073 049	142 025 827	142 026 984
EK-verdi	153 996 662	129 151 283	130 149 679	130 102 457	130 103 614
WACC	7.582 %	7.540 %	7.542 %	7.542 %	7.542 %

Av tabellen ser vi at egenkapitalverdien og WACC konvergerer mot bestemte verdier.

Med bakgrunn i de overnevnte forutsetningene, et avkastningskrav på totalkapitalen på 7.542 % er mitt verdiestimat av Sjurelv Fiskeoppdrett AS den 1.1.2011 beregnet til å være 130 millioner kroner.

Balanseført verdi på egenkapitalen den 1.1.2011 er på 23 644 465 kroner. Verdiestimatet utført i oppgaven mener jeg er en realistisk verdi grunnet i de fremtidige utsikter. Grunnet de usikkerheter med å estimere fremtiden er det imidlertid knyttet stor usikkerhet med dette verdiestimatet. Den estimerte verdien av totalkapitalen er på 142 millioner, mens den balanseførte verdien er 43 039 771 kroner. Differansen er stor, noe som tyder på at selskapet har store immaterielle eiendeler.

7.4 P/B metoden

For å få en indikasjon på verdsettingen har jeg sett på forholdet mellom bokført egenkapitalverdi og markedsverdien av egenkapitalen (P/B). Jeg har valgt ut 6 børsnoterte lakseselskap (samme selskap som tidligere, kap.7.1) og funnet et P/B verdien til disse. Veid gjennomsnittlig P/B verdi for disse selskapene er også regnet ut.

Tabell 11: Forholdstallet bokført EK og markedsverdi EK av et utvalg av børsnoterte selskap. Markedsverdiene er hentet fra Hegnar Online [28]. Alle tall er oppgitt i 000 NOK.

Oppdrettsselskap	Bokført EK	Markedsverdi EK	P/B
Marine Harvest ASA	12 570.600	11 151.670	0.89
Cermaq ASA	5 751.858	6 174.375	1.07
Lerøy Seafood Group ASA	5 994.274	5 512.314	0.92
Austevoll Seafood ASA	9 110.861	5 230.108	0.57
SalMar ASA	1 699.806	4 305.400	2.53
Grieg Seafood ASA	1 982.405	1 058.556	0.53
Veid gjennomsnitt:			1.08
Sjurrelv Fiskoppdrett AS	23.644	130.100	5.50

De bokførte egenkapitalverdiene, 31.12.2010 er hentet fra proff.no [29]. Med min beregning av markedsverdien til Sjurrelv Fiskeoppdrett, ser man av figuren at P/B blir høy sammenlignet med de børsnoterte selskapene. Mens min beregning av egenkapitalverdien er per 01.01.2011, er markedsverdiene til de børsnoterte selskapene hentet i begynnelsen av august 2011. Det drastiske prisfallet i lakseprisen og børsindeksen for øvrig, gjennom sommeren 2011 fører til stor forskjell på Sjurrelv Fiskeoppdretts P/B og dagens forhold mellom bokført og markedsbasert egenkapitalverdi. En gjennomsnittlig P/B faktor på 1,08 er en indikasjon på at med situasjon i begynnelsen av august 2011, med forholdsvis lave aksjekurser sammenlignet mot tidligere av året, er P/B metoden som verdsettingsverktøy relativt lik markedsprisene. Forskjellen utgjør 8 %. Om Sjurrelv Fiskeoppdrett skulle hatt en lik P/B som gjennomsnittet for de 6 børsnoterte selskapene ville den markedsbaserte egenkapitalverdien blitt:

$$\text{Bokført EK verdi} * \text{gj. snittlig } \frac{P}{B} = \text{Markedsbasert EK verdi}$$

$$\text{Som er : } 23\,644\,465 * 1,08 = 25\,504\,599 \text{ kr}$$

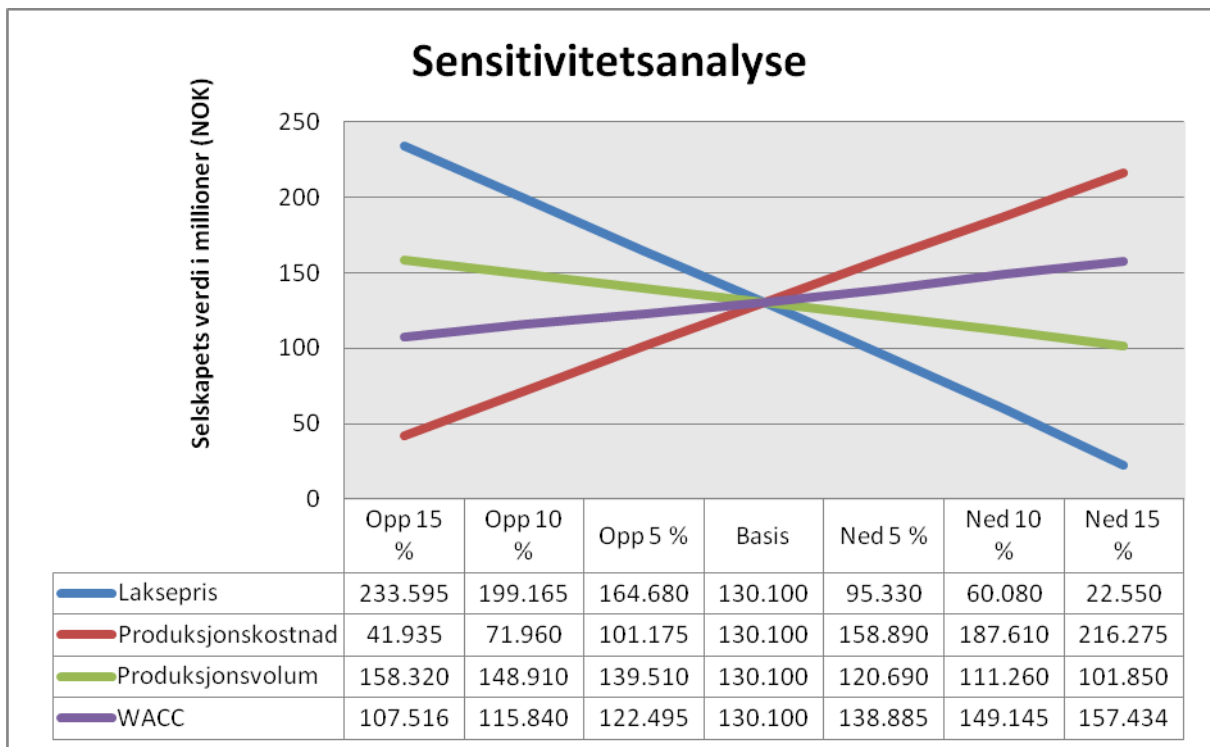
For å belyse usikkerheten og å se hvordan endringer i variabler vil påvirke verdiestimatet av egenkapitalen vil jeg videre utføre en sensitivitetsanalyse.

7.5 Sensitivitetsanalyse

For å se hvor følsom verdien er av forutsetningene som er tatt i oppgaven gjennomføres en sensitivitetsanalyse. Dette viser hvor volatil aksjeverdien er for endringer i verdidriverne. Dette er gjort ved å forandre hvert spesifikt parameter pluss minus 5% , 10 % og 15 %

samtidig som alle andre parameter holdes konstant gjennom prognoseperioden. Basisverdien til WACC er den 5 iterasjon som ble funnet under kapitel 7.3, altså 7.542 %. Følgende parameter har jeg ansett som de viktigste og undersøkt:

- Lakseprisen
- Produksjonsvolum
- Produksjonskostnad
- Avkastningskravet, WACC



Figur 13: Sensitivitetsanalyse som viser forandringen i nåverdien ved endring av ulike parameter.

Av figuren ser vi at det er lakseprisen som har den største påvirkningen på verdien av selskapet. Samtidig er det kanskje dette parameteret som er vanskeligst å estimere. Dette gjør slik at usikkerheten til verdiestimatet blir stort. Går lakseprisen opp med 10 % vil verdien av selskapet gå opp med 69 millioner, mens om det motsatte er tilfelle går verdien ned med omtrent tilsvarende. Det vil si at beste scenario utgjør over 3 ganger høyere verdi. I figuren er

produksjonskostnadene den parameteren som har nest størst innflytelse på lakseprisen. Går produksjonskostnadene opp med 10 % går verdien opp med 58 millioner, og vice versa.

Lakseprisen og produksjonskostnaden ser ut til å noenlunde lik påvirkning på aksjeverdien. mens produksjonsvolumet og avkastningskravet har lik innflytelse, men da med betydelig lavere innflytelseseffekt. Går produksjonsvolumet opp med 10 % går verdien opp med cirka 19 millioner, mens en motsatt trend er tilfelle for avkastningskravet.

8. Diskusjon og konklusjon

8.1 Diskusjon

Da Sjurelv Fiskeoppdrett AS i 2009 ble tildelt/kjøpte en til konsesjon og at aksjonærene de senere år har fått tilbud om oppkjøp, er det naturlig at formålet med oppgaven ble å beregne egenkapitalverdien til selskapet. Økning av antall konsesjoner gir ekstra usikkerhet da det vil være vanskeligere å estimere fremtiden.

Jeg benyttet meg av totalkapitalmetoden, grunnet jeg anser den som best egnet til denne oppgaven og denne er ofte en anbefalt modell. Ulempen er den store usikkerheten ved å estimere prognoseperioden og avkastningskravet, noe som ble avdekket under kapittel 7.4 Sensitivitetsanalyse.

Strategi- og regnskapsanalysen, samt min erfaring innenfor bransjen er et fundament for å ta forutsetninger og estimere fremtiden. Driftsrapporter og et program kalt EGI var hjelpemiddel for å beregne produksjonen for fremtiden. Estimering av produksjonen er gjennomført med forsiktighet.

Min tilhørighet til selskapet, den historisk høye lakseprisen de siste tre årene, grunnet Chiles unormalt lave produksjon, og høy lønnsomhet og optimisme i næringen gir en utfordring om å ikke bli for optimistisk. Tilhørigheten medfører at jeg kjenner personene jeg snakker med angående selskapet og bransjens utvikling, dermed har jeg muligheten til å betrakte eventuelle optimistiske utspill. Som nevnt tidligere i oppgaven er lakseprisen og lønnsomheten volatil og syklisk. Til tross for stor optimisme blant analytikere med sikte på laksepriser alt fra 40 til 60 kr/kg, har jeg valgt å bruke forwardratene for å bestemme prisen ved slaktetidspunktene. Med tanke på den globale produksjonen og etterspørselen og informasjon om lakseprisen i kapittel 2 Presentasjon av Sjurelv Fiskeoppdrett AS og bransjen, har jeg valgt å estimere en laksepris med sykliske svingninger. Det er dermed ikke gitt at disse sykliske svingningene vil fortsette i fremtiden, men dette er min forutsetning. Min verdiberegning av selskapet kan variere fra om andre skulle ha gjennomført denne oppgaven.

Mens de fleste små selskap har hatt problemer gjennom nedgangstider har Sjurelv Fiskeoppdrett klart seg og hatt overskudd nesten hvert år. Det følger derimot ingen automatikk i at dette skal fortsette i fremtiden. Det er derimot viktig å ha fokus på det fundamentale i en slik verdsetting, for eksempel at selskapet kommer til å ha lave produksjonskostnader. 2010 var et år med høye kostnader, dog grunnet overgang til to konsesjoner. I 2011 forutsatt jeg at produksjonskostnadene ville gå ned med ca. en krone fra

2010 (se tabell 5), for så å stige med en krone igjen i 2012. Videre er det en økning på 3.5 % ut prognoseperioden. Kostnadene som er lagt til grunn i prognoseperioden kan dog virke lave grunnet selskapets høye vekst, men samtidig er de høyere enn gjennomsnittet fra tidligere år.

Utfallet av oppgaven er at egenkapitalverdien 1.1.2011 er beregnet til 130 millioner kroner. Med selskapets konsesjoner vil dette si 65 millioner per konsesjon. Dog virker dette høyt, men til sammenligning ble Jøkelfjord Laks AS solgt for ca. 510 millioner i februar 2011 [30]. Med sine 7 konsesjoner vil dette si ca. 72,86 millioner per konsesjon. Dette utgjør 55 millioner $((72,86-65) * 7)$ mer enn min beregning av Sjurelv Fiskeoppdretts egenkapital. Derimot hadde Jøkelfjord Laks et settefiskanlegg og et slakteri, som var inkludert i kjøpet. Samtidig er det rimelig å tro at settefiskanlegget og slakteriet har en verdi på tilsvarende 55 millioner, men dette blir bare spekulasjoner.

Min verdsetting går detaljert til verks, spesielt med tanke på estimering av produksjonen. Dette har gått ut på å regne sammen alle tallene og beregnet prosentvis gjennomsnittlig dødelighet og tilvekst for perioder. Arbeidet har vært veldig tidkrevende, og dermed kan det tenkes at utbyttet av oppgaven hadde blitt bedre om man heller hadde brukt tid på å sammenligne den estimerte egenkapitalverdien til Sjurelv Fiskeoppdrett mot andre børsnoterte selskap. Dog er det trolig at dette har gjort de estimerte tallene av solgt og produsert mengde mer virkelige.

8.2 Konklusjon

Opgavens problemstilling er følgende (ref. Kapittel 1 Innledning):

”Hva er beregnet egenkapitalverdi til Sjurelv Fiskeoppdrett AS per 1.1.2011?”

Sensitivitetsanalysen viste at henholdsvis lakseprisen og produksjonskostnadene er de parameterne som har størst innflytelse på egenkapitalverdien til selskapet. Dette skaper usikkerhet rundt verdsettelsen, som hadde et resultat på 130 103 626 kroner.

Opgaven viste at selskapet har store variasjoner både i inntekter og kostnader. Grunnlaget for estimering av prognoseperioden var strategi- og regnskapsanalyse.

Basert på oppgavens forutsetninger konkluderes det med at beregnet egenkapitalverdi til Sjurelv Fiskeoppdrett AS per 1.1.2011 er 130 millioner kroner.

Referanser

- Boye, K., & Meyer, C.B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo, Norge: Cappelen Akademiske Forlag.
- Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M., Wilmot, & J. (2010). Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2010. *Credit Suisse Group AG*. February, 2010
- Fiskeridirektoratet. (2010). Lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon av laks og regnbueørret 2009. Bergen, Norge.
- Fiskeridirektoratet. (2009). Lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon av laks og regnbueørret 2008. Bergen, Norge.
- Fiskeridirektoratet. (2008). Lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon av laks og regnbueørret 2007. Bergen, Norge
- Grøttum, J.A., (2002). *Produksjonsregulering- sett i forhold til vekst, miljø og helse*. Fiskeri- og havbruksnæringens Landsforening.
- Gullestad, P., Bjørgo, S., Eithun, I., Ervik, A., Gudding, R., Hansen, H., Johansen, R., Osland, A.B., Rødseth, M., Røsvik, I.O., Sandersen, H.T., Skarra, H., Bakke, G. (2011). Effektiv og bærekraftig arealbruk i havbruksnæringen – areal til begjær. *Rapport fra et ekspertutvalg oppnevnt av Fiskeri- og kystdepartementet. Oslo 4. februar 2011*
- Hansen, T.A., Hansen, T.L. (2008). *Effektivitetsanalyse av norsk matfisknæring for 2006, med benchmarking av Lerøy Aurora AS*. Universitetet i Tromsø, Tromsø, Norge.
- Holm, J.C, Eithun, I., Jahnsen, T., Møgster, F., Postmyr, E., Stuevold, G., Sundbye, A., Søfteland, E., Taranger, G.L., & Taule, K. (2002) MTB: Nytt system for produksjonsregulering og avgrensning av matfiskoppdrett. *Fiskeridepartementet*. Bergen, Norge
- Palepu, K. G., & Healy, P. M. (2008). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*. Mason, USA: South-Western Cengage Learning.
- KPMG. (2003). Konsekvenser av ulike avgrensninger på konsesjonsnivå (MTA, MTB, MTF). *Utført på oppdrag fra FHL havbruk av KPMG AS, senter for havbruk og fiskeri*.
- Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. Bergen, Norge: Fagforlaget.
- Ringstad, V. (2002). *Mikro – og markedsøkonomi*. Oslo, Norge: Cappelen Akademiske Forlag.
- Roos, G., von Krogh, Georg., & Roos, J. (2005). *Strategi – en innføring*. Bergen, Norge: Fagbokforlaget.
- Sjurelv Fiskeoppdrett. (2010). *Driftsrapport 2010, lokalitet Blåmannsvik*. Tromsø: Sjurelv Fiskeoppdrett AS.

Sjurrelv Fiskeoppdrett. (2010). *Driftsrapport 2010, lokalitet Kræmarvik*. Tromsø: Sjurrelv Fiskeoppdrett AS.

Sjurrelv Fiskeoppdrett. (2009). *Driftsrapport 2009, lokalitet Kræmarvik*. Tromsø: Sjurrelv Fiskeoppdrett AS.

Sjurrelv Fiskeoppdrett. (2009). *Driftsrapport 2009, lokalitet Rogndalen*. Tromsø: Sjurrelv Fiskeoppdrett AS.

Sjurrelv Fiskeoppdrett. (2008). *Driftsrapport 2008, lokalitet Kræmarvik*. Tromsø: Sjurrelv Fiskeoppdrett AS.

Sjurrelv Fiskeoppdrett. (2008). *Driftsrapport 2008, lokalitet Rogndalen*. Tromsø: Sjurrelv Fiskeoppdrett AS.

Sjurrelv Fiskeoppdrett. (1996). *Årsberetning 1996*. Tromsø: Sjurrelv Fiskeoppdrett AS.

Sjurrelv Fiskeoppdrett. (1997). *Årsberetning 1997*. Tromsø: Sjurrelv Fiskeoppdrett AS.

Sjurrelv Fiskeoppdrett. (1999). *Årsberetning 1998*. Tromsø: Sjurrelv Fiskeoppdrett AS.

Thomesen, R.Ø. (2006). *Verdsetting av konsesjon for oppdrett av laksefisk*. Norges Fiskerihøgskole, Tromsø, Norge.

Thorsen, O. (2011). *Verdsettelse av aksjer*. Oslo, Norge: Hegnar Media.

Websider:

- [1] Morpol overtar Jøkelfjord Laks. Fish nettavis. Webside:
<http://www.fish.no/oppdrett/4279-morpol-overtar-jokelfjord-laks.html>. Publisert: 14. januar 2011, januar 14. Dato: 15.01, 2011
- [2] Fiskeri og havbruk. Statistisk Sentralbyrå. Webside:
http://www.ssb.no/emner/10/05/fiskeri_havbruk/. Dato: 8. januar 2011.
- [3] Salg av slaktet matfisk. Mengde etter fiskeart og fylke. 2010. Statistisk Sentralbyrå. Webside: <http://www.ssb.no/emner/10/05/fiskeoppdrett/tab-2011-06-09-01.html>. Dato: 8. januar 2011.
- [4] Solgte over 1 million tonn fisk. Statistisk Sentralbyrå. Webside:
<http://www.ssb.no/emner/10/05/fiskeoppdrett/>. Dato: 8. januar 2011.
- [5] Årstallkonferanse 2010. Eksportutvalget for fisk. Webside:
<http://www.seafood.no/Forside/eksport2010>. Publisert: januar 2011. Dato: 10. januar 2011.
- [6] Årstallkonferanse 2010. Eksportutvalget for fisk. Webside:
(<http://www.seafood.no/Forside/eksport2010>. Publisert: januar 2011. Dato: 10. januar 2011.
- [7] Årstallkonferanse 2010. Eksportutvalget for fisk. Webside:
(<http://www.seafood.no/Forside/eksport2010>. Publisert: januar 2011. Dato: 10. januar 2011.
- [8] Akvakulturloven - § 2. Lovdata. Webside: <http://www.lovdata.no/all/tl-20050617-079-001.html#2>. Publisert: 17. juni 2005. Dato: 17. januar 2011.
- [9] Akvakulturloven - § 4. Lovdata. Webside: <http://www.lovdata.no/all/tl-20050617-079-002.html#4>. Publisert: 17. juni 2005. Dato: 17. januar 2011.
- [10] Høringsbrev – Forslag til to nye tildelingsforskrifter under oppdretsloven, herunder innføring av MTB og krav til miljøovervåkning. Fiskeri- og kystdepartementet. Webside: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/dok/hoeringer/hoeringsdok/2004/horing---forslag-til-to-nye-tildelingsfo/1.html?id=96483>. Publisert: 12. november 2004. Dato: 17. januar 2011.
- [11] Høringsbrev – Forslag til to nye tildelingsforskrifter under oppdretsloven, herunder innføring av MTB og krav til miljøovervåkning. Fiskeri- og kystdepartementet. Webside: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/dok/hoeringer/hoeringsdok/2004/horing---forslag-til-to-nye-tildelingsfo/1.html?id=96483>. Publisert: 12. november 2004. Dato: 17. januar 2011.

[12] Laksetildelingsforskriften - § 15. Lovdata. Webside: <http://www.lovdata.no/for/sf/fi/ti-20041222-1798-003.html#15>. Publisert: 5. januar 2005. Dato: 17. januar 2011.

[13] Mye lengre produksjonstid i nord. Intrafish. Webside: <http://www.intrafish.no/norsk/nyheter/article281871.ece>. Publisert: 18. januar 2011. Dato: 24. januar 2011.

[14] Fiskeoppdrett. Store Norske Leksikon. Webside: <http://snl.no/fiskeoppdrett>. Dato: 25. januar 2011.

[15] Laks 2010 – Marked og produksjon. Jan Trollvik. Eksportutvalget for fisk. Webside: <http://www.seafood.no/page?id=267>. Publisert: 13. august 2010. Dato: 29. januar 2011.

[16] Årstallkonferanse 2010. Eksportutvalget for fisk. Webside: <http://www.seafood.no/Forside/eksport2010>. Publisert: januar 2011. Dato: 10. januar 2011.

[17] Forskrift om kontroll med matfiskeoppdrettselskapet - §5. Lovdata. Webside: http://lovdata.no/cgi-wift/wiftldles?doc=/app/gratis/www/docroot/ltavd1/filer/sf-20010216-0158.html&emne=konsentrasjon*%20%2b%20av*%20%2b%20selskap*. Publisert: 2. mars 2001. Dato: 7. februar 2011.

[18] Akvakulturloven - § 4. Lovdata. Webside: <http://www.lovdata.no/all/tl-20050617-079-002.html#4>. Publisert: 17. juni 2005. Dato: 17. januar 2011.

[19] Hvordan blir lakseprisen sommeren 2010? Asche og Guttormsen. Eksportutvalget for fisk. Webside: <http://www.seafood.no/binary?id=129250>. Publisert 4. april 2010. Dato: 19. mars 2010.

[20] Kraftig laksefall i Chile. Dagens Næringsliv. Webside: <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1623218.ece>. Publisert: 4. mars 2009. Dato: 25. mars 2011.

[21] Laks 2010 – Marked og produksjon. Jan Trollvik. Eksportutvalget for fisk. Webside: <http://www.seafood.no/page?id=267> . Publisert: 13. august 2010. Dato: 29. januar 2011.

[22] Prisoversikt kjøtt og fisk. Nettavisen. Webside: <http://www.nettavisen.no/okonomi/privat/article2618086.ece>. Publisert: 5. mai 2011. Dato: 25. mars 2011.

- [23] Fish Pool Forward prices list. Fish Pool. Webside: <http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=forwardlist.asp&pageId=49>. Dato: 5. april 2011.
- [24] Statsobligasjoner. Daglige noteringer. Norges Bank. Webside: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>. Dato: 31. mai 2011.
- [25] Bloomberg: Qoutes: Company. Bloomberg. Webside: <http://www.bloomberg.com/>. Dato: 1.august 2011.
- [26] Risikopremie. Espen Sirnes. Webside: <http://espensirnes.blogspot.com/2011/01/risikopremien-har-forsvunnet.html>. Publisert: 18. januar 2011. Dato: 31. mai 2011.
- [27] Inflasjon. Norges Bank. Webside: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/>. Dato: 23. mai 2011.
- [28] Hegnar Online: Aksjekurser: Ticker: Om selskapet. Hegnar Online AS. Webside: <http://www.hegnar.no/netfonds/aksjekurser/>. Dato: 1.august 2011.
- [29] Proff: Søk: Selskap: Regnskapstall. Proff AS. Webside: <http://www.proff.no/>. Dato: 1. august 2011.
- [30] Morpol overtar Jøkelfjord Laks. Fish nettavis. Webside: <http://www.fish.no/oppdrett/4279-morpol-overtar-jokelfjord-laks.html>. Publisert: 14. januar 2011. Dato: 15. januar 2011.

Vedlegg

Vedlegg 1: Regnskapet til Sjurelv Fiskeoppdrett AS

Resultatregnskap for Sjurelv Fiskeoppdrett AS							
Emne	År	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Driftsinntekter og driftskostnader							
Salgsinntekter		41 089 498	25 869 651	15 254 917	17 335 921	25 986 725	12 542 299
Annen driftsinntekt		75 000	0	0	16 000	380	50 000
Sum driftsinntekter		41 164 498	25 869 651	15 254 917	17 351 921	25 987 105	12 592 299
Varekostnader		21 178 834	14 396 849	11 041 373	13 015 292	14 678 421	7 716 818
Lønnskostnader m.m.		1 733 942	1 383 807	1 170 035	1 115 576	884 183	801 921
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiend.		611 576	325 597	272 954	275 864	275 867	262 568
Annen driftskostnad		2 196 451	2 179 054	2 268 616	2 483 835	2 450 191	1 519 326
Sum driftskostnader		25 720 803	18 285 307	14 752 978	16 890 567	18 288 662	10 300 633
Driftsresultat		15 443 695	7 584 344	501 939	461 354	7 698 443	2 291 666
Finansinntekter og finanskostnader							
Renteinntekt fra foretak i samme konsern		0	0	18 000	88 200	8 593	5
Annen renteinntekt		74 419	7 892	56 470	37 694	0	0
Annen finansinntekt		0	6 000	0	1 500 055	6 000	0
Annen rentekostnad		670 236	282 258	206 381	180 667	248 399	185 682
Annen finanskostnad		0	0	0	0	1 176	891
Resultat av finansposter		-595 817	-268 366	-131 911	1 445 282	-234 982	-186 568
Resultat før skattekostnad		14 847 878	7 315 978	370 028	1 906 636	7 463 461	2 105 098
Skattekostnad på ordinært resultat		4 157 406	2 046 016	96 023	115 679	2 089 768	782 487
Ordinært resultat		10 690 472	5 269 962	274 005	1 790 957	5 373 693	1 322 611
Årsoverskudd (Årsunderskudd)		10 690 472	5 269 962	274 005	1 790 957	5 373 693	1 322 611
Overføringer							
Avsatt til utbytte			450 000	0	1 500 000	3 600 000	0
Avsatt til annen egenkapital			4 819 962	274 005	290 957	1 773 693	1 322 611
Sum overføringer			5 269 962	274 005	1 790 957	5 373 693	1 322 611

Balanse for Sjurelv Fiskeoppdrett AS							
Emne	År	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Eiendeler							
Anleggsmidler							
Konsesjoner, patenter o.l.		8 000 000	8 000 000	0	0	0	0
Sum immaterielle eiendeler		8 000 000	8 000 000	0	0	0	0
Varige driftsmidler							
Tomter, bygninger o.a. fast eiendom		345 999	364 999	384 000	403 000	422 000	441 000
Maskiner og anlegg		2 541 937	737 035	319 285	452 535	585 785	719 036
Skip og flytende installasjoner		0	128 000	239 946	351 900	463 850	575 800
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr		0	0	0	8 750	20 414	32 080
Sum varige driftsmidler		2 887 936	1 230 034	943 231	1 216 185	1 492 049	1 767 916
Finansielle anleggsmidler							
Investeringer i datterselskap		0	0	0	90 000	327 268	90 000
Investeringer i aksjer og andeler		130 000	405 000	105 000	15 000	15 000	15 000
Sum finansielle anleggsmidler		130 000	405 000	105 000	105 000	342 268	105 000
Sum anleggsmidler		11 017 936	9 635 034	1 048 231	1 321 185	1 834 317	1 872 916
Omløpsmidler							
Lager av varer og annen beholdning		12 603 612	11 798 760	10 511 565	8 774 480	7 800 050	7 803 380
Fordringer							
Kundefordringer		20 143 947	6 084 491	5 185 712	4 634 403	8 826 608	4 211 911
Andre fordringer		618 489	51 405	74 643	82 631	74 598	226 984
Sum fordringer		20 762 436	6 135 896	5 260 355	4 717 034	8 901 206	4 438 895
Investeringer							
Markedsbaserte aksjer		0	0	0	0	2 000	2 000
Sum investeringer		0	0	0	0	2 000	2 000
Bankinskudd, kontanter o.l.		148 749	147 668	66 236	65 552	65 267	65 160
Sum omløpsmidler		33 514 797	18 082 324	15 838 156	13 557 066	16 768 523	12 309 435
Sum eiendeler		44 532 733	27 717 358	16 886 387	14 878 251	18 602 840	14 182 351
Egenkapital og gjeld							
Innskutt egenkapital							
Aksjekapital 100 a 1000		100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Sum innskutt aksjekapital		100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Opptjent egenkapital							
Annen egenkapital		25 037 428	12 853 993	8 034 030	7 760 025	7 535 501	5 761 808
Sum opptjent egenkapital		25 037 428	12 853 993	8 034 030	7 760 025	7 535 501	5 761 808
Sum egenkapital		25 137 428	12 953 993	8 134 030	7 860 025	7 635 501	5 861 808
Gjeld							
Avsetning for forpliktelser							
Utsatt skatt		3 209 685	3 209 685	2 244 620	2 148 797	2 033 118	1 231 954
Sum avsetning for forpliktelser		3 209 685	3 209 685	2 244 620	2 148 797	2 033 118	1 231 954
Gjeld til kredittinstitusjoner		5 733 322	7 333 330	0	0	0	0
Sum annen langsiktig gjeld		5 733 322	7 333 330	0	0	0	0
Kortsiktig gjeld							
Gjeld til kredittinstitusjoner		5 973 195	711 663	4 301 854	2 133 458	1 132 784	5 716 326
Leverandørgjeld		2 732 955	616 909	1 016 758	750 935	1 251 048	1 199 878
Betalbar skatt		-32 176	1 340 705	0	0	1 288 604	0
Skyldig offentlig avgifter		1 561 472	909 540	781 247	282 655	1 511 222	38 347
Utbytte		0	450 000	0	1 500 000	3 600 000	0
Annen kortsiktig gjeld		216 853	191 533	407 879	202 380	150 563	134 038
Sum kortsiktig gjeld		10 452 299	4 220 350	6 507 738	4 869 428	8 934 221	7 088 589
Sum gjeld		19 395 306	14 763 365	8 752 358	7 018 225	10 967 339	8 320 543
Sum egenkapital og gjeld		44 532 734	27 717 358	16 886 388	14 878 250	18 602 840	14 182 351

Vedlegg 2: Vertikal analyse av Sjurelv Fiskeoppdrett

Vertikal analyse av resultatregnskap											
Emne	År	2010		2009		2008		2007		2006	
		Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent
Driftsinntekter		41 164 498	100 %	25 869 651	100 %	15 254 917	100 %	17 351 921	100 %	25 987 105	100 %
Varekostnader		21 178 834	51.4 %	14 396 849	55.7 %	11 041 373	72.4 %	13 015 292	75.0 %	14 678 421	56.5 %
Lønnskostnader		1 733 942	4.2 %	1 383 807	5.3 %	1 170 035	7.7 %	1 115 576	6.4 %	884 183	3.4 %
Avskrivning		611 576	1.5 %	325 597	1.3 %	272 954	1.8 %	275 864	1.6 %	275 867	1.1 %
Annen driftskost*		2 196 451	5.3 %	2 179 054	8.4 %	2 268 616	14.9 %	2 483 835	14.3 %	2 450 191	9.4 %
Renteinntekt		74 419	0.2 %	7 892	0.0 %	74 470	0.5 %	125 894	0.7 %	8 593	0.0 %
Rentekostnad		670 236	1.6 %	282 258	1.1 %	206 381	1.4 %	180 667	1.0 %	248 399	1.0 %
Finansinntekt		0	0.0 %	6 000	0.0 %	0	0.0 %	1 500 055	8.6 %	6 000	0.0 %
Finanskostnad		0	0.0 %	0	0.0 %	0	0.0 %	0	0.0 %	1 176	0.0 %
Skattekostnad*		4 157 406	10.1 %	2 046 016	7.9 %	96 023	0.6 %	115 679	0.7 %	2 089 768	8.0 %
Årsoverskudd*		10 690 472	26.0 %	5 269 962	20.4 %	274 005	1.8 %	1 790 957	10.3 %	5 373 693	20.7 %

* Tall for 2010 er beregnet/korrigert

Vertikal analyse av balansen											
Emne	År	2010		2009		2008		2007		2006	
		Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent
Eiendeler											
Anleggsmidler		11 017 936	27.3 %	9 635 034	34.8 %	1 048 231	6.2 %	1 321 185	8.9 %	1 834 317	9.9 %
Omløpsmidler*		29 357 391	72.7 %	18 082 324	65.2 %	15 838 156	93.8 %	13 557 066	91.1 %	16 768 523	90.1 %
Sum eiendeler		40 375 327	100.0 %	27 717 358	100.0 %	16 886 387	100.0 %	14 878 251	100.0 %	18 602 840	100.0 %
EK og gjeld											
Egenkapital(EK)*		20 980 022	52.0 %	12 953 993	46.7 %	8 134 030	48.2 %	7 860 025	52.8 %	7 635 501	41.0 %
Langsiktig gjeld		8 943 007	22.1 %	10 543 015	38.0 %	2 244 620	13.3 %	2 148 797	14.4 %	2 033 118	10.9 %
Kortsiktig gjeld		10 452 299	25.9 %	4 220 350	15.2 %	6 507 738	38.5 %	4 869 428	32.7 %	8 934 221	48.0 %
Sum EK og gjeld		40 375 328	100.0 %	27 717 358	100.0 %	16 886 388	100.0 %	14 878 250	100.0 %	18 602 840	100.0 %

* Tall for 2010 er beregnet

Vedlegg 3: Kalkulasjon av nøkkeltall

Kalkulasjon av nøkkeltall								
Lønnsomhet		2010	2009	2008	2007	2006		
ROE = EKR = Ord.res./Gj.snittlig EK =		58.4 %	50.0 %	3.4 %	23.1 %	79.6 %		
ROCE=(Driftsres.+Fin.innt.) /((Netto renteb. gjeld + EK) =		51.6 %	40.8 %	4.6 %	20.8 %	96.8 %		
ROA = TKR = (Driftres.+Finansinnt.)/Gj.snittlig TK =		43.0 %	34.1 %	3.6 %	12.5 %	47.1 %		
Netto overskuddsgrad = Årsoverskudd/Salg =		26.02 %	20.37 %	1.80 %	10.33 %	20.68 %		
TK omløpsh. = Salgsinntekter/ Gj.snittlig TK =		1.14	1.16	0.96	1.04	1.59		
EK omløsh. = Salgsinnt./ Gj.snitt. EK =		0.58	0.50	0.03	0.23	0.80		
Driftsmargin = Driftsres. / Driftsinnt. =		37.5 %	29.3 %	3.3 %	2.7 %	29.6 %		
Bransjetall driftsmargin			20.90 %	10.20 %	13.20 %	30.00 %		
Res.grad = (Driftsres.+Finansinnt)/Driftsinnt. =		37.7 %	29.4 %	3.8 %	12.0 %	29.7 %		
Fortj.margin = Årsres./Driftsinnt =		26.0 %	20.4 %	1.8 %	10.3 %	20.7 %		
Dekningsgrad = (Salg-varekostn.)/Salg =		48.46 %	44.35 %	27.62 %	24.92 %	43.52 %		
Soliditet og finansiering								
Fin.grad 1 = Anleggsmidler / LG =		1.23	0.91	0.47	0.61	0.90		
Likv.grad 1 = OM/KG =		3.21	4.28	2.43	2.78	1.88		
Gjeldsgrad = Gjeld / EK =		0.82	1.14	1.08	0.89	1.44		
EK andel = EK / TK		0.53	0.47	0.48	0.53	0.41		
Rentedekn.grad = Ord.res.f.sk+Rentekostn)/ Rentekostn.=		23.15	26.92	2.79	11.55	31.05		
Rentedekn.grad bransjetall			7.56	1.97	4.45	13.28		
Financial leverage = Gj.snitt Assets / Gj.snitt EK =		1.97	2.12	1.99	2.16	2.43		
Arbeidskapital = OM - KG =		23 062 498	13 861 974	9 330 418	8 687 638	7 834 302		
Likviditet								
Likv.grad 1 = OM/KG =		3.21	4.28	2.43	2.78	1.88		
Likv.grad 1 Bransjetall			1.88	2.00	1.44	1.76		
Likv.grad 2 = Mest likv OM/KG =		2.00	1.49	0.82	0.98	1.00		
Likv.grad 2 Bransjetall			0.77	0.67	0.78	0.79		
Omløpshast. kunder =(Kred.salg*1.14)/Gj.snittlig kundeford.=		3.6	5.2	3.5	2.9	4.5		
Kredittid kunder =365/Omløpshast.kunder =		102.2	69.7	103.1	124.3	80.3		
Omløpshast.lev. =(Kred.kjøp*1.25)/gj.snittlig lev.gjeld=		15.8	22.0	15.6	16.3	15.0		
Kredittid lev.=365/Omløpshast. lev. =		23.09	16.57	23.37	22.46	24.38		

Vedlegg 4: Forwardrates (2011 og 2012) og estimert solgt mengde (2011).

Estimert solgt mengde (rund vekt), 2011							
Lokalitet 1	Antall 31.12.10	5 % tap til slaktetid	Slaktetids-punkt	Gj.snittlig vekt	Justert vekt	Mengde (rund)	Mengde (sløyd)
Mær 1	104 151	98 943	Uke 47	5.915*	5.615	555 567	461 121
Mær 2	102 040	96 938	Uke 46	5.942*	5.642	546 924	453 947
Mær 3	95 882	91 088	Uke 44	5.86*	5.56	506 449	420 352
Mær 4	23 752	22 564	Uke 41	5.91*	5.61	126 586	105 067
Sum	325 825	309 534				1 735 527	1 440 487
							78 %
Lokalitet 2		2 % tap					
Mær 1	51 213	50 189	Juni	4.8	-	240 906	199 952
Mær 2	51 213	50 189	Juli	4.8	-	240 906	199 952
Sum	102 426	100 377				481 812	399 904
							22 %
Totalt						2 217 339	1 840 391
							100 %

* vekten er beregnet av en programvare, kalt EGI, utviklet av fôrleverandører.

Bruk av EGI var ikke tilgjengelig for lokalitet 2. Vekten er beregnet utfra tidligere år.

Rund vekt	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Solgt mengde	1 041 372	959 148	765 418	1 135 379	1 348 195	2 217 339	2 351 250
+ Beholdning 31.12	349 771	431 511	535 774	664 115	692 141	516 600*	450 000*
- Beholdning 01.01	257 556	349 771	431 511	535 774	664 115	692 141	516 600*
= Produksjon av laks =	1 133 587	1 040 888	869 681	1 263 720	1 376 221	2 041 798	2 284 650
Prod./1.1111 =	1 020 239	936 809	782 721	1 137 359	1 238 611	1 837 636	2 056 206

*Beregnet etter hvor mye som er satt ut våren 2011 og hvor mye som settes ut våren 2012.

Forwardrates 2011	%-andel av prod.	Levert Oslo
Juni	43.8	43.05
Juli	42.4	41.65
Gj.snitt	43.1	22 %
Okt./Nov.	36.3	78 %
Laksepris	37.78	100 %

Forwardrates 2012	%-andel av prod.	Levert Oslo
Oktober	32.3	50 %
Nov.	32.95	50 %
Laksepris	32.625	100 %

Vedlegg 5: Estimert produksjon og fremtidsregnskap, 2011-2025 for Sjurelv Fiskeoppdrett

Periode, 2011 - 2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Produksjon								
Produsert mengde	1 376 221	2 041 798	2 284 650	2 153 938	2 197 017	2 240 957	2 285 776	2 331 492
Solgt mengde	1 119 001	1 840 391	1 951 538	1 619 047	1 651 454	1 684 483	1 718 173	1 752 536
Laksepris	36.72	37.03	31.88	29.50	32.50	35.00	31.75	27.50
Fremtidsregnskap								
Salgsinntekter	41 089 498	68 145 247	62 205 258	47 761 873	53 672 253	58 956 906	54 551 983	48 194 744
Annen driftsinntekter	75 000	2 400 000	0	0	0	0	0	0
Varekostnader	21 178 834	28 585 166	34 263 239	33 433 534	35 295 782	37 261 757	39 337 237	41 528 321
Lønnskostnader	1 733 942	1 917 291	1 974 809	2 034 054	2 095 075	2 157 927	2 222 665	2 289 345
Avskrivninger	611 576	750 000	850 000	1 000 000	1 025 000	1 050 625	1 076 891	1 103 813
Annen driftskostnader	2 196 451	3 700 000	3 811 000	3 925 330	4 043 090	4 164 383	4 289 314	4 417 993
Driftsresultat	15 443 695	35 592 791	21 306 210	7 368 956	11 213 306	14 322 214	7 625 876	-1 144 729
Resultat av finansposter	-595 817	-816 719	-913 860	-753 878	-659 105	-471 041	-480 462	-490 071
Resultat etter skatt	14 847 878	34 776 071	20 392 350	6 615 078	10 554 201	13 851 173	7 145 414	-1 634 800
Skattekostnad	4 157 406	9 737 300	5 709 858	1 852 222	2 955 176	3 878 328	2 000 716	-457 744
Årsoverskudd	10 690 472	25 038 771	14 682 492	4 762 856	7 599 025	9 972 844	5 144 698	-1 177 056

Periode 2018 - 2025	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 → ∞
Produksjon								
Produsert mengde	2 378 122	2 425 684	2 474 198	2 523 682	2 550 000	2 550 000	2 550 000	2 550 000
Solgt mengde	1 787 587	1 823 339	1 859 805	1 897 001	2 116 500	2 116 500	2 116 500	2 116 500
Laksepris	33.36	40.84	35.05	30.35	36.82	45.08	38.68	33.51
Fremtidsregnskap								
Salgsinntekter	59 629 149	74 467 112	65 178 849	57 583 204	77 930 093	95 413 740	81 875 304	70 915 618
Annen driftsinntekter	0	0	0	0	0	0	0	0
Varekostnader	43 841 448	46 283 417	48 861 403	51 582 983	53 423 942	54 759 540	56 128 529	58 373 670
Lønnskostnader	2 358 026	2 428 766	2 501 629	2 576 678	2 653 979	2 720 328	2 788 336	2 858 045
Avskrivninger	1 131 408	1 159 693	1 188 686	1 218 403	1 248 863	1 280 085	1 312 087	1 344 889
Annen driftskostnader	4 550 533	4 687 049	4 827 661	4 972 491	5 121 665	5 249 707	5 380 950	5 515 473
Driftsresultat	7 747 734	19 908 186	7 799 470	-2 767 351	15 481 644	31 404 080	16 265 403	2 823 541
Resultat av finansposter	-499 873	-509 870	-520 068	-530 469	-536 001	-536 001	-536 001	-536 001
Resultat etter skatt	7 247 861	19 398 316	7 279 402	-3 297 820	14 945 643	30 868 079	15 729 402	2 287 540
Skattekostnad	2 029 401	5 431 528	2 038 233	-923 390	4 184 780	8 643 062	4 404 232	640 511
Årsoverskudd	5 218 460	13 966 787	5 241 170	-2 374 431	10 760 863	22 225 017	11 325 169	1 647 029

Vedlegg 6: Estimert årlige investeringer, avskrivninger og økning i arbeidskapitalen.

Sjurelv Fiskeoppdrett	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj.snitt
Varige driftsmidler	1 767 916	1 492 049	1 216 185	943 231	1 230 034	2 887 936	
% -vis endring		-15.6 %	-18.5 %	-22.4 %	30.4 %	134.8 %	21.7 %
Årlige investeringer		-275 867	-275 864	-272 954	286 803	1 657 902	
Avskrivninger	262 568	275 867	275 864	272 954	325 597	611 576	
% av varige driftsmidler	14.9 %	18.5 %	22.7 %	28.9 %	26.5 %	21.2 %	19.6 %

Sjurelv Fiskeoppdrett	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj.snitt
Omløpsmidler	12 309 435	16 768 523	13 557 066	15 838 156	18 082 324	33 514 797	
Kortsiktig gjeld	7 088 589	8 934 221	4 869 428	6 507 738	4 220 350	10 452 299	
Arbeidskapitalen	5 220 846	7 834 302	8 687 638	9 330 418	13 861 974	23 062 498	
% av driftsinntekten	41.5 %	30.1 %	50.1 %	61.2 %	53.6 %	56.0 %	48.7 %

Vedlegg 7: Estimert fri kontantstrøm til totalkapitalen, etter skatt.

Totalkapitalmetoden	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsresultat	35 592 791	21 306 210	7 368 956	11 213 306	14 322 214	7 625 876	-1 144 729
- Skatt på driftsresultat	9 965 981	5 965 739	2 063 308	3 139 726	4 010 220	2 135 245	-320 524
= Driftsresultat etter skatt	25 626 809	15 340 471	5 305 648	8 073 581	10 311 994	5 490 631	-824 205
+ Av- og nedskrivninger	750 000	850 000	1 000 000	1 025 000	1 050 625	1 076 891	1 103 813
- Investeringer i anleggsmidler	972 353	750 000	300 000	200 000	162 000	131 220	106 288
- Økning i arbeidskapital	10 799 221	-4 003 195	-6 932 825	2 836 982	2 536 633	-2 114 363	-3 051 475
Fri kontantstrøm til							
= TK etter skatt	14 605 236	19 443 666	12 938 473	6 061 598	8 663 986	8 550 665	3 224 795

Totalkapitalmetoden	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 →
Driftsresultat	7 747 734	19 908 186	7 799 470	-2 767 351	15 481 644	31 404 080	16 265 403	2 823 541
- Skatt på driftsresultat	2 169 366	5 574 292	2 183 852	-774 858	4 334 860	8 793 142	4 554 313	790 591
= Driftsresultat etter skatt	5 578 369	14 333 894	5 615 619	-1 992 493	11 146 784	22 610 938	11 711 090	2 032 949
+ Av- og nedskrivninger	1 131 408	1 159 693	1 188 686	1 218 403	1 248 863	1 280 085	1 312 087	1 344 889
- Investeringer i anleggsmidler	86 093	69 736	56 486	45 754	37 060	30 019	24 315	19 695
- Økning i arbeidskapital	5 488 515	7 122 222	-4 458 366	-3 645 910	9 766 507	8 392 151	-6 498 449	-5 260 649
Fri kontantstrøm til TK etter sk.	1 135 169	8 301 630	11 206 184	2 826 066	2 592 080	15 468 853	19 497 311	8 618 792