



Handelshøyskolen BI i Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Sjømat AS

Navn	Steinar Westergård Hogstad, Hans Martin Male, Arvin Matre
------	---

Utlevering:	09.01.2017 09.00
-------------	------------------

Innlevering:	02.06.2017 12.00
--------------	------------------

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av



Eksamenskode og navn:

BTH 3620 - Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon

Utleveringsdato:

09.01.2017

Innleveringsdato:

02.06.2017

Stuedsted

Handelshøyskolen BI Oslo

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket

Sammendrag

Fiskeindustrien er Norges er en av de største industriene i Norge, og opplevde en sterk vekst i 2016 (SSB, 2017). Vi syntes av den grunn det ville være spennende å verdsette en bedrift i denne industrien. Siden en i gruppen jobber for Sjømat AS falt valget på denne bedriften. Dette gjorde det enklere å innhente informasjon.

Problemstillingen ble da:

"Hva er verdien av egenkapitalen til Sjømat AS for potensielt nye investorer som et going concern per 01.01.2017?"

Denne problemstillingen var relevant da bedriften i fjor fikk flere forespørsler om samarbeid med andre aktive aktører i sjømatbransjen, og det ble stilt spørsmål ved verdien til aksjene ved en eventuell emisjon.

Vi svarte på problemstillingen ved å presentere Sjømat AS og relevante teorier om verdsettelse. Vi har også utført analyser av markedet og selskapets konkurransefortrinn for å finne eventuelle konkurransefortrinn, politiske og finansielle forhold som påvirker verdsettingen vår. Deretter gjennomførte vi en regnskapsanalyse for å ha historiske tall å forholde oss til slik at vi bedre kunne estimere fremtidige kontantstrømmer.

Vi har kommet frem til at verdien til egenkapitalen ble 15,5 millioner kroner ved DCF, mens den ble 16,4 millioner med superprofittmetoden. Vi brukte også ulike multipler for å verdsette bedriften, men disse har antageligvis begrenset verdi.

Innholdsfortegnelse

1.0 Sammendrag	0
1.1 Formål.....	5
1.2 Problemstilling.....	5
1.3 Avgrensninger og begrensninger	5
1.4 Oppgavens oppbygning	5
2.0 Selskap og bransje	6
2.1 Bedriftsbeskrivelse	6
2.2 Bransjebeskrivelse	6
3.0 Teoretisk forankring	7
3.1 Årsaker til konkurransekraft	7
3.1.1 Posisjoneringskolen.....	7
3.1.2 RBV	7
3.2 Verdikjeder	8
3.3 Porteføljeteori og relevant risiko	8
3.4 Kapitalverdimodellens begrensninger	9
3.5 Realopsjonsteori	9
3.6 Verdibegrepet	10
4.0 Utredningsmetode.....	10
4.1. Forberedelse.....	11
4.1.1. Formål.....	11
4.1.2. Tilnærming	11
4.2. Datainnsamling.....	11
4.2.1. Forskningsstrategi.....	11
4.2.2. Datagrunnlaget.....	12
4.3. Dataanalyse.....	13
4.3.1. Analyseverktøy	13
4.3.2. Metodologiske kvaliteter og begrensninger.....	13
5.0 Finansiell metode.....	14
5.1 Verdsettingsmetoder	14
5.1.1 Inntjeningsbasert metode	14
5.1.2 Markedsbasert metode	15
5.1.3 Balansebasert metode	15
5.1.4 Kostbasert metode	15
5.1.5 Opsjonsbasert metode	15
5.1.6 Svakheter ved kontantstrømsmetoden	16

5.1.7 Superprofittmetoden	16
5.2 Totalkapitalen avkastningskrav	17
5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav	17
5.2.2 Beregning av totalkapitalens avkastningskrav FLYTT DENNE UNDER INTEGRERT RISIKOANALYSE OG FINN BETA VIA DEN INTEGRERTE RISIKOANALYSEN	25
5.3 Konsistensbetingelser	26
6. Regnskapsanalyse	26
6.1 Justering for skjulte verdier	27
6.2 Rentabilitetsanalyse	28
6.2.1 Totalkapitalrentabilitet	28
6.2.2 Driftsinntekter	31
6.2.3 Egenkapitalrentabilitet	31
6.3 Likviditetsanalyse	32
6.3.1 Likviditetsgrad 1	32
6.3.2 Likviditetsgrad 2	33
7.0 Strategiske analyser	36
7.1 Makroanalyser	36
Inflasjon	36
7.1.1. Utsikter for bransjen	37
7.2. Strategiske analyser	38
7.2.1 Verdikjede	38
7.2.2 Konkurrentanalyse	40
7.2.3 Bransjeanalyse - Porters fem krefter	42
7.2.4 VRIO (ressursanalyse)	46
7.2.5 PESTEL	48
7.2.6 SWOT	51
8.0 Prognostisering	52
Fremgangsmåte	52
8.1 Salgsinntekter	52
8.1.1 Volum	53
8.2 Kostnader	54
8.2.1 Råvarekostnader	55
8.2.2 Lønn	55
8.2.3 Avskrivninger og investeringer	56

Investeringene er her beregnet som summen av økning i PP&E og avskrivninger i perioden.	56
8.2.4 Andre kostnader.....	56
8.2.5 Skattekostnad.....	57
8.3 Andre spesifiseringer.....	57
8.3.1 Inflasjon.....	57
8.3.2 Vekst etter eksplisitt periode.....	57
8.3.2 Endring arbeidskapital.....	58
10. Usikkerhetsbetraktninger.....	59
10.5 Multiplikatoranalyse.....	Feil! Bokmerke er ikke definert.
Kilder.....	Feil! Bokmerke er ikke definert.
Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Wilcox, S. E. (2015). <i>Equity Asset Valuation (3rd ed.)</i> . NJ: John Wiley & Sons.....	69

1.0 Innledning

1.1 Formål

Formålet med oppgaven er å sette en verdi på egenkapitalen til Sjømat AS for potensielt nye investorer slik at eierne selv vet markedsprisen ved en eventuell emisjon.

1.2 Problemstilling

Hva er Sjømat AS verdt for potensielle investorer som et going concern per 01.01.2017?

1.3 Avgrensninger og begrensninger

Siden Sjømat AS ikke er et veldig stort selskap har vi fått muligheten til å få innblikk i store deler av bedriften. Dette kommer også av at en av gruppemedlemmene jobber i bedriften. Dermed har vi unngått flere begrensninger.

Sjømat AS er lokalisert i Oslo Fiskehall og eier lokalene selv. Bygget står på kommunal grunn og festeavtalen utgår i 2023. Uten en forlengelse av festeavtalen kan bedriften derfor velge å avslutte virksomheten hvis forholdene ikke ligger til rette for videre drift. Vi har valgt å ikke verdsette denne realopsjonen, kun å drøfte det kvalitativt.

Vi forutsetter i denne oppgaven at en potensiell ny investor er veldiversifisert og tar derfor ikke hensyn til den usystematiske risikoen som vedkommende kan bli utsatt for. I økonomisk teori forutsettes gjerne dette, men det holder nødvendigvis ikke i virkeligheten. Dersom leseren ønsker å kompensere investor også for usystematisk risiko må dette komme som et tillegg i den integrerte risikoanalysen og kapitalverdimodellen.

1.4 Oppgavens oppbygning

Vi vil først gi en beskrivelse av Sjømat AS. Deretter utreder vi for de ulike teoriene som blir benyttet i oppgaven. Videre legger vi frem valg av utredningsmetode brukt i oppgaven og deretter de finansielle teoriene oppgaven bygger på. I kapittel seks og syv utfører vi analyser av regnskapet og strategien til selskapet. Etter at vi har funnet en verdi på egenkapitalen til selskapet drøftes usikkerhetsmomenter og hvilke svakheter oppgaven har.

2.0 Selskap og bransje

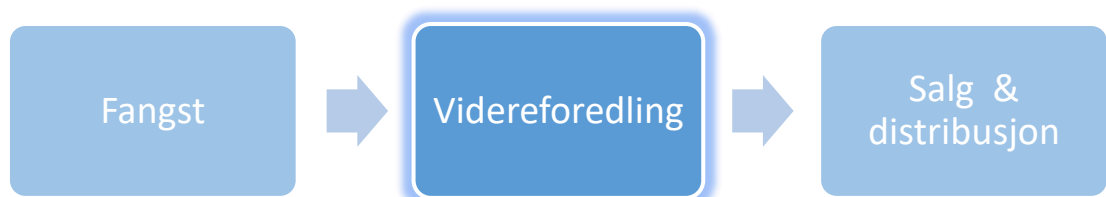
2.1 Bedriftsbeskrivelse

Sjømat AS er en fiskefabrikk etablert i 2000, og er en middels-stor aktør innen bearbeiding av hvitfisk rettet mot dagligvare. Selskapet er unikt og utradisjonelt sammenlignet med andre aktører. Slike selskaper har tradisjonelt vært lokalisert langs kysten, hvor fiskemottak og bearbeiding av fersk fisk har vært samlet. En ulempe ved slik drift er at tilgang og pris på fersk fisk er svært varierende, noe som gjør det nærmest umulig å drive stabil drift av slike anlegg. Det var for å løse disse utfordringene at Sjømat AS ble etablert. Sjømat AS driver sin produksjon i Oslo Fiskehall, og benytter hovedsakelig frossen fisk til sin produksjon. Dermed har bedriften stabil tilgang på råvarer og opplever små prissvingninger sammenlignet med fersk fisk. Dette gjør det mulig å drive stabil produksjon.

Sjømat AS er derfor svært leveringsdyktig, noe som er fordelaktig i denne bransjen. I dag har Sjømat AS rundt 25 ansatte, hvor all aktivitet foregår i Oslo Fiskehall. Oslo Fiskehall er Norges største fiskemarked, og i tillegg er andre store grossister lokalisert i Oslo-området. Dette medfører at fisken leveres raskt til kundene, noe som er viktig med tanke på holdbarhet. Selskapets hovedaktivitet er bearbeiding av frossen torsk og steinbit, og fisken håndfileteres. Produktene selges til grossister som leverer til de aller fleste dagligvarekjedene i Norge, men også restauranter og fiskebutikker. Selskapet eies og drives av Freddy Strindin og Hans Petter Male. Selskapet hadde i 2016 en omsetning på 63,5 millioner kroner, en økning på 7,2% sammenlignet med året før.

Vi vil heretter bruke betegnelsen "Sjømat AS" om bedriften siden ordet sjømat også er et substantiv.

2.2 Bransjebeskrivelse



Figur 2.1 Bransjebeskrivelse

I Brønnøysundregistrene er Sjømat AS registrert i bransjen “Produksjon og omsetning av fisk og fiskeprodukter”. Dette er en internasjonal bransje, og mange av aktørene selger sine produkter til utlandet. Dette er ikke tilfellet for Sjømat AS, da de bare har norske kunder. Siden produktene Sjømat AS tilbyr er fersk frossen hvitfisk, velger vi i denne oppgaven å definere bransjen som “videreforedling av fersk og ferskfrosset hvitfisk”. Det er ingen reelle konkurrenter utenfor Norge. Det finnes imidlertid selskaper i Norge som driver med konkurrerende virksomhet. En utfyllende konkurrentanalyse er gjennomført i oppgaven.

3.0 Teoretisk forankring

3.1 Årsaker til konkurransekraft

Det finnes flere måter å analysere konkurransekraft på, men de to mest grunnleggende forklaringsmodellene er den ressursbaserte skolen (RBV) og posisjoneringsskolen (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 319).

3.1.1 Posisjoneringskolen

Denne analysen handler om fortrinn virksomheten får gjennom å posisjonere seg riktig i forhold til omgivelsene. Den forklarer dermed konkurransekraft “utenfra og inn”. SCP-rammeverket og Porters fem krefter er to analyser innenfor posisjoneringsskolen. I SCP-rammeverket hevdes det at bransjestrukturer er avgjørende for hvilke strategier virksomheter i bransjen velger. Dette blir igjen avgjørende for prestasjonene til virksomhetene. I Porters fem krefter menes det at det er fem krefter som påvirker lønnsomheten til bransjen. Disse fem er kundenes forhandlingsmakt, trusler fra substitutter, leverandørens forhandlingsmakt, trusler fra nyetableringer og rivaliseringen mellom konkurrentene i bransjen. "Jo sterkere disse kreftene er, jo dårligere er bransjens lønnsomhetspotensiale" (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 308-309).

3.1.2 RBV

I det ressursbaserte synet ser man på bedriften sine ressurser som den viktigste driveren for konkurransekraft. Konkurransekraften forklares altså “innenfra og ut”. VRIO er en ressursbasert modell for konkurransekraft og postulerer at bedrifter som ønsker et konkurransefortrinn må ha ikke-imiterbare, ikke-substituerbare, sjeldne

blant konkurrentene og verdifulle -ressurser, altså ressurser som må til for å utføre en verdifull strategi (Barney, 1991).

I RBV vurderes ikke utviklingen av virksomheters ressurser. Den har derfor blitt kritisert for å være statisk. Denne kritikken ble brukt til å forbedre modellen, da dynamiske kapabiliteter ble implementert i modellen. Dette vil si utviklingen av nye konstellasjoner av ressurser gjennom organisatoriske og strategiske systemer. Disse dynamiske kapabilitetene tar hensyn til teknologiske, markedsmessige, politiske og lovmessige betingelser når disse endrer seg over tid (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 311-312).

3.2 Verdikjeder

En verdikjede er en av de tre verdikonfigurasjonene; verdiverksted, verdinettverk og verdikjede. En verdikjedenanalyse brukes til å få en oversikt over aktivitetene i en bedrift. Den kan også brukes til å finne eventuelle konkurransefortrinn, kompetanse eller ressurser i en bedrift. Verdikjedens viktigste drivere er skala (stordriftsfordeler), kapasitetsutnyttelse, internt samspill, eksternt samspill, vertikal integrasjon, lokalisering, timing, læring, bransje posisjonering, reguleringer (Fjeldstad & Lunnan, 2014, s. 83-86).

3.3 Porteføljeteori og relevant risiko

Relevant risiko er ifølge kapitalverdimodellen kun systematisk risiko. Risikoen skal være objektiv, og ikke være avhengig av porteføljesammensetningen til den enkelt investor. Det forutsettes derfor at investor er fullt diversifisert (Perold, 2004).

En verdsettelse vil i utgangspunktet alltid være subjektiv, ikke bare fordi verdien er avhengig av investoren og vedkommende sin porteføljesammensetning, men også fordi ulike verdsettelsener vil legge vekt på ulik informasjon. Dermed vil det muligens være mer enn en verdiopfatning enn en verdsettelse (Dyrnes, 2011a).

Når man beregner verdien av et selskap ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene (DCF) forutsetter man at investor er passiv. Man ignorerer altså realopsjonene, og inkluderer ikke verdien til ledelsen (Brealey, Myers & Allen, 2008). Derfor vil del 10.4 undersøke dette nærmere.

3.4 Kapitalverdimodellens begrensninger

Kapitalverdimodellen blir brukt til å beregne den forventede avkastningen ved en investering i en eiendel eller i et prosjekt. Den matematiske formuleringen av kapitalverdimodellen etter skatt er slik:

$$E(R_j) = R_f * (1 - s) + B_j (E(R_m) - R_f * (1 - s))$$

$E(R_j)$ Forventet avkastning til eiendelen
 R_f Risikofri renten
 B_j Systematisk risiko tilknyttet eiendelen
 $E(R_m)$ Markedsporteføljens forventede avkastning
 s Skattesatsen

(Schølberg, 2009)

Kapitalverdimodellen gjør en rekke forutsetninger. Disse forutsetningene er utledet rent matematisk og ikke basert på observasjoner. Dette kan være med på å ugyldiggjøre og komplisere den praktiske anvendelsen av teorien. Modellen blir da mindre troverdig (Schølberg, 2009).

Et annet punkt som svekker troverdigheten til modellen er at den tar utgangspunkt i at alle investorer har den samme tidshorisonen. Modellen tar heller ikke hensyn til transaksjonskostnader og andre friksjoner (Perold, 2004). Studier av Fama og French (1992) viser at korrelasjonen mellom gjennomsnittlig beta og gjennomsnittlig forventet avkastning er lavere enn tidligere antatt, noe også Reinganum (1981), Stambaugh (1982) og Lakonishok og Shapiro (1986) har konkludert med. Fama og French (2004) mener da at kapitalverdimodellen ikke gir et tilfredsstillende resultat.

3.5 Realopsjonsteori

Verdsettelse av bedrifter gjøres sjeldent kun med realopsjoner, men det kan være et nyttig supplement å vurdere bedriftens realopsjoner. Spesielt dersom bedriften står ovenfor stor usikkerhet bør realopsjonene verdsettes (Kaldestad & Møller, 2012, s. 32-33). Ved nåverdiberegninger blir ikke fleksibiliteten til bedriften tilstrekkelig tatt hensyn til. Dette kan for eksempel være muligheten til å justere produksjonsvolumet ved endrede råvarepriser. Det er klart at dersom en bedrift kan justere produksjonsvolumet raskt, så må denne bedriften ha høyere verdi enn tilsvarende bedrifter uten slik fleksibilitet. Dersom man inkluderer verdien av realopsjonene i

verdivurderingen av en bedrift er det viktig å ikke ta med verdier som allerede er tatt i betraktning ved nåverdiberegningen.

Flere forfattere, blant annet Kaldestad og Møller (2012) og Damodaran (2010), hevder at innehaveren av en realopsjon har en eller flere av disse tre mulighetene:

- Muligheten til å ekspandere
- Muligheten til å legge ned
- Muligheten til å vente med investeringen.

3.6 Verdibegrepet

Verdi er i utgangspunktet noe som må forstås subjektivt siden det skiller seg fra den objektive størrelsen *pris*. Et sentralt spørsmål er derfor "Verdi for hvem?". Ved et oppkjøp vil for eksempel verdien av selskapet avhenge av samdriftsfordelene med oppkjøpsselskapet. Dyrnes (2011a) sitt utgangspunkt er at det er lite hensiktsmessig å mene at formuesobjektet (her selskapet) har én riktig verdi. Dyrnes opererer derfor med tre ulike verdibegreper, basert på IVSC sin inndeling av begrepet:

Åpen markedsverdi er prisen en bedrift ville blitt kjøpt for av en hypotetisk kjøper i et åpent marked. Her kan det være nødvendig å spesifisere hvilket marked det gjelder, da ulike markeder vil gi ulik prisdannelse og har ulike friksjoner.

Lukket transaksjonsverdi er en rimelig pris ved en transaksjon mellom en begrenset gruppe kjøpere og selgere. Dette verdibegrepet benyttes særlig i situasjoner der kjøper/selger har spesielle hensyn som gjør at åpen markedsverdi blir feil.

Eierverdi er nåverdien av diskonterte fremtidige kontantstrømmer ved å eie bedriften og dermed ikke hva bedriften ville blitt solgt for i en hypotetisk situasjon.

Kaldestad og Møller (2012) gjør en liknende inndeling av verdibegrepet ved å skille mellom *bruksverdi* og *salgsverdi*. Bruksverdien er i denne sammenheng nåverdien av fremtidige kontantstrømmer som eiendelen kan generere, mens salgsverdien er prisen som eier kan oppnå ved salg.

4.0 Utredningsmetode

Med metode menes hvilken strategi du bruker for å finne svar på en problemstilling. Den går vanligvis gjennom de fire fasene forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering, slik også vi har gjort (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011, s.

33-36). I dette kapittelet skal vi altså illustrere vår forskningsprosess da vi verdsette Sjømat AS.

4.1. Forberedelse

Etter å ha funnet hvilken problemstilling som skulle besvares lagde vi en oversikt over hva som måtte gjøres. Før vi begynte å skrive oppgaven leste vi relevant teori om verdsetting. Deretter systematiserte vi det i en litteratormatrise som mulige fremtidige kilder. For å få et visuelt bilde av hva vi skulle verdsette besøkte vi også lokalene til Sjømat AS på Vippetangen.

4.1.1. Formål

Formålet med oppgaven er å sette en verdi på Sjømat AS, slik at bedriften selv vet sin egen markedspris ved en eventuell emisjon. Oppgaven har altså et *beskrivende* formål (Johannessen, et al., 2011, s. 60).

4.1.2. Tilnærming

Ved valg av utredningsmetode er det vanlig å velge mellom induktiv metode eller deduktiv metode. Deduktiv metode tar utgangspunkt i en teori. Problemstillingene er utledet fra teorien og styrer mesteparten av forskningsprosessen. Ved deduktiv forskning er det et krav om at et prosjekt skal bygge videre på eller inkludere tidligere sammenlignbar forskning på området.

Ved induktiv metode går du andre vei. Du har med andre ord ingen teori du går ut i fra, men tar utgangspunkt i empirien og jobber deg mot dannelsen av en teori. Med empiri menes de observasjonene eksperiment, erfaringer og spørsmål som kan føre til nye problemstillinger og eventuelt til ny teori (Johannessen, et al., 2011, s. 55).

Da vi verdsette Sjømat AS anvendte vi kun tidligere publisert teori, som for eksempel kapitalverdimodellen, realopsjonsteori og porteføljeteori. Dermed bruker vi kun deduktiv metode i denne oppgaven.

4.2. Datainnsamling

4.2.1. Forskningsstrategi

Når du samler inn data om ett enkelt tema, kalles det et enkeltcasestudie (Johannessen, et al., 2011, s. 90-91). I denne oppgaven har vi samlet inn informasjon i samarbeid med ledelsen i Sjømat AS for å kunne underbygge og dokumentere en verdsetting av bedriften. Siden det bare er snakk om én bedrift, karakteriseres

oppgaven som et enkeltcasestudie. Vi brukte et deskriptivt forskningsdesign da vi gjennomførte et verdiestimater av Sjømat AS siden vi skrev om et område vi har god kunnskap om fra før. Under usikkerhetsbetraktningene anvendte vi matematiske analyser for å se på sammenhengen mellom parameterne og resultatet av verdivurderingene. Her brukte altså vi et kausalt undersøkelsesdesign (Gripsrud, Olsson, Silkoset, 2010, s. 41-45)

4.2.2. Datagrunnlaget

Vi har brukt flest primærkilder, da dette er mer troverdige kilder enn sekundærkilder, men vi har anvendt en blanding av begge kildetyper. Primærkildene vil gi det største bidraget til verdsettingen av Sjømat AS. Siden et av gruppemedlemmene jobber i bedriften har vi hatt god tilgang til primærkilder. I denne oppgaven har vi brukt regnskapet og informasjon fra de ansatte i Sjømat AS som primærkilder.

En sekundærkilde henviser kun til primærkilden (Befring, 1994, s. 140-141).

Statistikk fra SSB, Norges sjømatråd og Norges Bank er eksempler på sekundærlitteratur vi brukt i denne oppgaven. Vi har prøvd å redusere antall sekundærkilder for å unngå risiko for feilinformasjon. Noen plasser har vi likevel brukt sekundærkilder for å sammenligne med andre verdsettingsoppgaver og offentlige tall på lignende bedrifter, som for eksempel proxyselskaper.

Verdsettelse av en bedrift krever innhenting av både kvantitative og kvalitative kilder. Kvalitative kilder er informasjon som samles inn som bilder, lyd og tekster. De vanligste type kvalitative kildene, om du ikke tar i bruk egen forskning, er bøker, brev, artikler, rapporter, aviser, både private og offentlige lydopptak, bilder, TV- og radioprogrammer. En kvantitativ kilde kommer i form av tall, som for eksempel et regnskap, statistikk, tabeller og figurer (Johannessen, et al., 2011, s. 103-104).

Her er tall fra regnskapet eksempler på kvantitative kilder vi har brukt i oppgaven. Porteføljeteori og intervju med deleier av Sjømat AS, Hans Petter Male, er eksempler på kvalitative kilder som vi har brukt. Fordelen med å bruke både kvalitative og kvantitative kilder er at de utfyller hverandre. Kvalitative data går oftest mer i dybden på de kvantitative dataene.

4.3. Dataanalyse

4.3.1. Analyseverktøy

Vi brukte både numeriske og ikke-numeriske data i verdissetingen. I analysen av ikke-numeriske data brukte vi PESTEL, VRIO, verdikjedeanalyse, SWOT, konkurrentanalyse og integrert risikoanalysemodellen. Vi brukte også analyser av de numeriske dataene, som for eksempel regnskapet.

For å sjekke endringene variablene hadde på nåverdien brukte vi en sensitivitet- og scenarioanalyse. Da kunne vi se hvor sensitiv nåverdien var i forhold til de forskjellige variablene. Vi har også brukt Monte Carlo-metoden for å finne hvordan utfallet av internrenten og nåverdien ville bli dersom flere scenarioer og variabler endret seg.

4.3.2. Metodologiske kvaliteter og begrensninger

Nedenfor har vi vurdert reliabiliteten, validiteten og generaliserbarheten. Dette er de vanligste begrepene som brukes for å beskrive kvaliteten på forskningen.

Reliabiliteten sier noe om hvor nøyaktige vi har vært i bruk av kildene, slik at tilfeldige feil som feilskrivinger av tall osv. ikke forekommer (Johannessen, et al., 2011, s. 44). Reliabiliteten har vi forsøkt å sikre ved å beskrive forskningsprosessen grundig, nøyaktig og transparent slik at andre kan gjenta en tilsvarende verdisseting. Tallene vi har hentet fra regnskapet til Sjømat AS og offentlige instanser er også med på å gjøre forskningen mer transparent, da tallene ligger lett tilgjengelig og det blir lett å gjenta verdissetingen for en annen aktør. En måte å teste reliabiliteten på er at andre gjentar verdissetingen flere ganger. Dersom resultatene stemmer med andre verddivurderinger, er det god reliabilitet. Vi er derimot de første som verdsetter Sjømat AS, og kan ikke teste reliabiliteten på denne måten. Vi har derfor sammenlignet med andre selskaper så godt det har latt seg gjøre.

Validiteten forteller noe om gyldigheten av verdissetingen av bedriften. Den svarer på i hvilken grad vi klarer å vurdere den reelle verdien av bedriften (Befring, 1994, s. 136). Validiteten prøvde vi å trygge ved å gjennomføre metoden på en oversiktlig måte. Samtidig har vi også vært bevisste på å bruke tidligere anerkjente teorier og formler. Kildene vi har brukt er også troverdige, da de kommer fra offentlige instanser og Sjømat AS. Vi har kun brukt anerkjente formler og teorier i vår

verdsetting og dette er med på å styrke validiteten av verdsettingen av Sjømat AS (Johannessen, et al., 2011, s. 249). Da vi er de eneste som har verdsatt bedriften, kan vi derimot ikke sammenligne med andre resultater. Dette kan svekke validiteten.

Generaliserbarheten sier noe om forskningen er overførbar til andre tilsvarende oppgaver (Johannessen, et al., 2011, s. 45). Variablene i regnskapet vil være de samme uansett hvem som bruker disse under forutsetning av at de bruker de samme analyseverktøyene som oss. Det kan derimot tas forskjellige forutsetninger for å kalkulere en verdi av et selskap. Dette bidrar til at resultatene kan variere fra verdsetting til verdsetting (Johannessen, et al., 2011, s. 44). Vi kan ikke generalisere resultatene fra denne studien til andre enkeltstudier i bransjen. Tallene vi har hentet inn kan kun brukes til å verdsette Sjømat AS. Noen av måleinstrumentene vi har brukt, som PESTEL og SWOT kan likevel kobles opp mot andre tilsvarende enkeltcase, men det er ikke nok til å kunne generalisere resultatene fra verdsettingen. Andre enkeltcase studier må utføre tilsvarende studier selv om de vil verdsette sin egen bedrift. Vi kan dermed ikke generalisere til resten av bransjen. Forskingen vår er spesielt egnet til å verdsette Sjømat AS.

5.0 Finansiell metode

5.1 Verdsettingsmetoder

Det finnes flere måter å verdsette en virksomhet på. Kaldestad og Møller (2012) skiller mellom inntjeningsbaserte-, markedsbaserte-, balansebaserte-, kostbaserte- og opsjonsbaserte metoder for verdsettelse.

5.1.1 Inntjeningsbasert metode

Det mest åpenbare eksempelet på en inntektsbasert metode er nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer. Fremtidige kontantstrømmer diskonteres i en eksplisitt periode der inn- og utbetalinger er estimert, deretter legges nåverdien av terminalverdien til. Dette kommer av at det vil være tungvint å beregne kontantstrømmer langt inn i fremtiden. Denne metoden for verdsetting er svært tidkrevende i forhold til de andre metodene.

$$V_0 = CF_0 + \frac{CF_0}{(1+r)} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{CF_n * (1+g)}{(r-g)(1+r)^{n+1}}$$

5.1.2 Markedsbasert metode

Ved en markedsbasert metode benyttes multipler for å sammenligne selskaper mot hverandre. Da må det samles informasjon om andre selskaper, og informasjonen må tilpasses forskjellene mellom selskapene. I praksis finner man det ofte vanskelig å identifisere sammenlignbare selskaper. Grove sammenligninger kan imidlertid være et tilskudd til verdsettelsen. Merk også at denne metoden ligger nærme "salgsverdi"-definisjonen av verdibegrepet (Kaldestad & Møller, 2012, s. 151)

Eksempler på multipler er Price/Earnings, Price/Book og EV/EBITDA.

5.1.3 Balansebasert metode

Ved en balansebasert metode tar man utgangspunkt i hva eiendelen kan selges for i markedet i dag. Et eksempel på en balansebasert metode er likvidasjonsverdi. Dette er verdien eierne ville sittet igjen med dersom de på tidspunktet for verdsettelsen solgte alle eiendelene til bedriften, og samtidig betalte ned all gjeld. Denne verdien er som regel lav siden hurtig salg krever at selger går ned i pris. I kunnskapsøkonomien ligger ofte store deler av selskapets verdi i de ansatte ved deres intellektuelle kapital. Siden det er vanskelig å tallfeste denne verdien blir den muligens undervurdert i regnskapet. Dette kan gjøre balansebaserte metoder mindre troverdige (Kaldestad & Møller, 2012, s. 31)

5.1.4 Kostbasert metode

Ved kostbaserte metoder benyttes gjenanskaffelsesverdi av bedriftens eiendeler, minus eventuell forringelse og latent skatt. Dette kan virke logisk, siden kjøper ikke vil betale mer for noe vedkommende kan gjenskaffe til en lavere pris. En svakhet ved denne metoden er at kostnadene kan variere betydelig fra år til år, slik at verdsettelsen blir svært avhengig av tidspunktet (Kaldestad & Møller, 2012, s. 32)

5.1.5 Opsjonsbasert metode

Verdsettelse av bedrifter gjøres sjeldent kun av realopsjoner, men det kan være et nyttig supplement å sette verdien på bedriftens realopsjoner. Spesielt dersom bedriften står ovenfor stor usikkerhet bør realopsjonene verdsettes. Ved nåverdiberegninger blir ikke fleksibiliteten til bedriften tilstrekkelig hensyntatt. Dette kan for eksempel være muligheten til å justere produksjonsvolumet ved endrede råvarepriser. Det er klart at dersom en bedrift kan justere produksjonsvolumet raskt, så må denne bedriften ha høyere verdi enn tilsvarende bedrifter uten slik fleksibilitet.

Dersom man inkluderer verdien av realopsjonene i verdivurderingen av en bedrift er det viktig å ikke ta med verdier som allerede er tatt i betraktning ved nåverdiberegningen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 32)

5.1.6 Svakheter ved kontantstrømsmetoden

Av de ulike verdsettelsesmetodene er det den inntjeningsbaserte kontantstrømsmetoden (med tillegg for terminalverdi) som helt klart blir brukt mest. Det kan imidlertid være fordelaktig å benytte flere metoder for å få dypere innsikt og sammenligne resultatene med hverandre.

Kontantstrømsmetoden har svakheter man bør være oppmerksom på. Ofte vil kontantstrømmen til et prosjekt eller en bedrift kun beregnes for noen år da usikkerheten knyttet til kontantstrømmene øker betraktelig med antall perioder. Det er mulig å legge til nåverdien av disse kontantstrømmene med nåverdien av terminalverdien, men denne er det også knyttet stor usikkerhet til. Dermed blir verdien av selskapet i alt for stor grad avhengig av terminalverdien til å komme med et fornuftig verdiforslag (Gjesdal, 2012).

5.1.7 Superprofittmetoden

Superprofittmetoden, også kalt residualinntektsmetoden, splitter opp verdien av selskapet i tre deler; Bokført verdi på verdsettelsestidspunktet, nåverdien av superprofitt i den eksplisitte perioden, og nåverdien av superprofittens terminalverdi (Gjesdal, 2012). Superprofitten er merverdien utover avkastningskravet, men størrelsen på denne i forhold til den bokførte verdien vil avhenge av hvor forsiktig regnskapsføringen er. Hovedfordelen ved å bruke superprofittmodellen er at oppmerksomheten rettes mot verdidriverne. Lønnsomhet og vekst kommer tydelig frem i superprofitten, trolig i mye større grad enn ved kontantstrømsmetoder (Lundesgaard, 2013). Nedenfor vises formelen for beregning av selskapets verdi med superprofittmetoden (endelig periode):

Superprofitt-/residualinntektmetoden er lite brukt i praksis. Modellen er relativt ny og det kan derfor være at bruk av modellen fører til manglende kommunikasjon mellom analytiker og kunde (Dyrnes, 2011b).

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t}$$

V = verdi av egenkapital

B = bokført verdi av egenkapital

RI = residual inntekt = resultat etter skatt – avkastningskrav til egenkapital

r = avkastningskrav

Som regel beregnes også terminalverdien av superprofitt. Den finnes ved å diskontere følgende formel:

$$TV_t = \frac{RI_t * (1 + g)}{r - g}$$

TV = Terminalverdi

CF_t = Kontantstrøm år t

g = Evig vekstfaktor

r = Avkastningskrav

5.2 Totalkapitalens avkastningskrav

For å beregne totalkapitalens avkastningskrav vil man som regel først beregne avkastningskravet til henholdsvis egenkapitalen og gjelden, og deretter beregne det vektete gjennomsnittet av disse (WACC).

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - s)$$

E = Egenkapital

D = Gjeld

r_e = Avkastningskrav til egenkapital

r_d = Avkastningskrav til gjeld

s = Skattesats

5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav

KVM benyttes ofte for å finne egenkapitalens avkastningskrav. Denne modellen gjør en rekke forutsetninger, blant annet at det ikke er noen begrensninger på short-salg og gearing, informasjonen er rasjonelt prosessert av investorene, ingen transaksjonskostnader, perfekt likviditet osv. (Blitz, Falkenstein & Vliet, 2014). Modellen forutsetter videre at investorer er veldiversifiserte, med andre ord at de nesten ikke bærer usystematisk risiko (Perold, 2004).

5.2.1.1 Risikofri rente

Dette er en hypotetisk rente på et investeringsobjekt uten risiko. Alle investeringsobjekter må kunne gi en bedre avkastning enn risikofri rente, dermed blir dette minstekravet til avkastning.

Ofte vil statsobligasjoner eller NIBOR-rente benyttes for å beregne risikofri rente. Sistnevnte benyttes når banker låner fra hverandre. Det er av den grunn et påslag for misligholdsrisiko. Dermed må renten korrigeres for dette.

Statsobligasjoner kan også benyttes som omtrentlig risikofri rente. Spørsmålet blir i så fall hvor lang periode man skal velge ettersom at yield-kurven er stigende for økende investeringshorisont. I følge KVM bør risikofri rente baseres på ettårige renter ved første års kontantstrøm, toårige renter ved andre års kontantstrøm osv. Dette kompliserer beregningene betraktelig, derfor er svarene fra respondentene i PwC og NFF sin undersøkelse *Risikopremien i det norske markedet* lagt til grunn (PwC, 2016). Gjennomsnittlig svar fra respondentene er 3 prosent før skatt.

5.2.1.2 Markedets risikopremie

Investorene bør kompenseres for å bære systematisk risiko ved å investere i bedrifter, og risikopremien til markedet estimeres som regel ved å se på den historiske meravkastningen. I den overnevnte undersøkelsen *Risikopremien i det norske markedet* kommer det frem at respondentenes gjennomsnittlige svar for risikopremien i markedet er 4,9 prosent i 2016, og den har ligget rundt 5 prosent siden 2011, året da den første undersøkelsen ble gjort.

5.2.1.3 Likviditetspremie

Empiriske studier viser at små bedrifter i gjennomsnitt har større avkastning enn store bedrifter, gitt lik risiko, målt ved betaverdier (Fernholz & Karatzas, 2006). Denne "størrelseseffekten" forklares ved forskjeller i likviditet, eventuelt også med forskjellen i forholdet markedsverdi/bokført verdi, som i Fama og French sin trefaktormodell. Store selskaper har som regel flere aksjonærer, eller er notert på en børs. Siden det er flere kjøpere og selgere blir transaksjonskostnadene mindre, og man kan selge eiendelen raskere. Størrelsen på premien er selskapsspesifikt, men kan være så høy som 4-5 prosent. En så høy risikopremie kan spesielt passe selskaper med markedsverdier på 0-0,1 milliarder kroner, noe Sjømat AS antageligvis gjør (PwC, 2016). En så høy premie kan dessuten bekreftes empirisk (Nedrelid, 2013).

Når det gjelder Sjømat AS kan det sies at en eventuell ny eier bør være en aktiv aktør innen fiskenæringen, som antageligvis ikke er fullt diversifisert. Dette bør det kompenseres for i avkastningskravet. På den andre siden har aksjonærene 50 prosent eierskap hver. Dersom den ene aksjonæren hadde et mindretall ville antageligvis likviditeten knyttet til denne aksjeposten vært lavere.

Det kan også være andre grunner enn likviditetspremien som fører til "størrelseseffekten". Fama og French sin trefaktormodell benytter også forholdet markedsverdi/bokført verdi og bedriftens størrelse sammen med risiko som forklarende variabler for avkastning. Vi har her ikke tilgang til markedsverdien på selskapet.

Det kan være interessant å se på Borgarting lagmannsretts dom LB-2004-41320. I denne tvangsinnløsningssaken av Norway Seafoods konkluderes det med at en bestemt likviditetspremie måtte legges til som følge av at det ville "være svært få kjøpere til et selskap av ASC's type og størrelse", blant annet som en følge av at få eiere ville besitte den kunnskap som kreves for å drifte virksomheten. Dette måtte eventuelt være aktive fiskeriaktører (Nedrelid, 2013).

5.2.1.4 Estimering av egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen reflekterer bedriftens systematiske risiko, altså hvordan og hvor mye den svinger med markedet. Egenkapitalbetaen er dessuten et mål på både forretningsrisiko og finansiell risiko, da begge påvirker betaverdien. Med finansiell risiko menes her finansieringsstrukturen, altså forholdet mellom egenkapital og gjeld. Koller, Goedhart & Wessels (2015) og Kaldestad & Møller (2012) anbefaler å beregne egenkapitalbeta ved følgende tre trinn:

- Identifisere referansebedrifter
- Omjustere beta til forretningsbeta (100 prosent egenkapital)
- Omjustere forretningsbeta til finansieringsstrukturen til bedriften som verdsettes

Identifisere referansebedrifter og deres beta på Oslo Børs:

For å identifisere et notert referanseselskap/proxyselskap som er mest mulig sammenlignbart med Sjømat AS har vi lagt vekt på følgende faktorer:

- Virksomhetsområder
- Størrelse
- Resultatmargin
- Lokasjon

Det var ikke mulig å finne et børsnotert sjømatsekskap på omtrent samme størrelse som Sjømat AS i Norge. Vi så også på selskaper i utlandet og da spesielt Norden, men uten hell. En av årsakene til dette kan være at Oslo børs er “verdens største og viktigste finansielle markeds plass for sjømatsektoren” (Oslo Børs, 2017). Til slutt falt valget på Lerøy Seafood Group og Norway Royal Salmon som referanseselskaper. Disse selskapene er svært ulike Sjømat AS, men trolig de som likner mest av selskapene på Oslo Børs. Siden ulikhetene er så store mener vi at beregning av beta med disse referanseselskapene har lav verdi. Vi benytter derfor en integrert risikoanalyse for å beregne avkastningskrav, og sammenligner dette resultatet med beregningene ved å finne beta fra referanseselskapene.

Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group ASA, heretter Lerøy, ble børsnotert på Oslo Børs 3. juni 2002. Konsernet er i dag verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret. Konsernet består av en rekke selskaper som er fordelt i kategoriene produksjon, videreforedlingssegmentet og salg & distribusjon. Noen av disse selskapene er svært like Sjømat AS. Lerøy kjøpte for eksempel Norway Seafoods Group AS i 2016, som er en av Europas største foredlings-, salgs-, og distribusjonsselskap av hvitfisk. I tillegg eier konsernet andre selskaper som for eksempel Bulandet Fiskeindustri AS. Dette selskapet driver utelukkende med videreforedling av hvitfisk (Lerøy, 2017). Vi har valgt å benytte Lerøy som et proxyselskap, til tross for at bare en liten del av deres verdikjede ligner på Sjømat AS sin. Dette skyldes at konsernet befinner seg i sjømatbransjen og er det børsnoterte selskapet som er mest sammenlignbart. Lerøy sin bruttofortjeneste på 31 prosent er svært lik Sjømat AS sin, som er 30 prosent (2015).

En ulikhet er eksempelvis omsetning delt på lønnskroner. Lerøy omsetter for 9,56 kr per lønnskroner mens Sjømat AS sitt forholdstall er 4,84 kr (PROFF FORVALT). Dette skyldes nok ulike kostnadsstrukturer og det faktum at Lerøy er et konsern.

Sjømat AS håndfileterer sine produkter. Lerøy produserer i større grad ved hjelp av maskiner.

Lerøy	Driftsinntekt 2015: 13 484 mill. kr.	Børsverdi 01.01.17 28 196 mill. kr.
Bruttofortjeneste 2015: 31% (2015) Omsetning/lønnskroner: 9,56 (2015)	Egenkapitalbeta 1,08 Egenkapitalbeta fra Dagens Næringsliv 0,95	Aksjekurs 01.01.17 473,26 kr

(DN Investor, 2017a)

Norway Royal Salmon

Norway Royal Salmon, heretter NRS, ble børsnotert 11. mars 2011. NRS er det minste sjømatelskapet, målt ved markedsverdi, som er notert på Oslo Børs. Bedriften driver hele sin virksomhet i Norge. Virksomhetsområdene er lakseoppdrett, settefisk, slakteri og salg & distribusjon. Selskapets bruttofortjeneste er noe lavere enn Sjømat AS som har 30 prosent bruttofortjeneste. En annen forskjell er omsetning/lønnskroner som var 28,34 i 2015, sammenlignet med Sjømat AS sitt forholdstall på 4,84 (Proff, 2017). At ulikheten er så stor skyldes at virksomheten til NRS kun omhandler laks, der maskiner benyttes i mye større grad. Vi har valgt NRS som et referanseselskap hovedsakelig på bakgrunn av at de er posisjonert i sjømatbransjen og grunnet størrelsen på selskapet. Sammenligningen svekkes av at selskapet driver med laks og kontrollerer en større del av verdikjeden. I mangel av bedre alternativer velger vi likevel å benytte NSR som et referanseselskap.

Norway Royal Salmon	Driftsinntekt 2015: 3 210 mill. kr.	Børsverdi 1.1.17 8 999 mill. kr.
Bruttofortjeneste 2015: 16% Omsetning/lønnskroner 2015: 28,34	Egenkapitalbeta 0,43 Egenkapitalbeta fra Dagens Næringsliv 1,65	Aksjekurs 1.1.17 207,00 kr

(DN Investor, 2017b)

Det anbefales generelt bruk av relativt lange tidsserier ved beregning av betaverdier (Finanstilsynet, 2011). Vi har benyttet en tidsserie på 5 år (01.01.2012 - 01.01.2017) ved beregningen av bedriftenes egenkapitalbeta. Videre har vi benyttet en månedlig

målefrekvens. Her har vi gjort en avveining mellom større standardavvik ved for eksempel ukentlig målefrekvens, og for tap av informasjon ved lengre målefrekvens (for eksempel årlig).

Selv om blant annet Dagens Næringsliv publiserer betaverdier vil vi ikke basere oss på disse. Dette kommer av at DN benytter en kort tidsserie på 12 måneder og en ukentlig målefrekvens (Finanstilsynet, 2011). Vi beregner betaverdien ved bedriftene sin kovarians med hovedindeksen OSEBX dividert på hovedindeksen sin variasjon. Denne betaverdien avviker sterkt fra DN sitt anslag på henholdsvis 1,65 og 0,95 for NRS og Lerøy. Dette kan blant annet komme av ulike målefrekvens og tiddserie.

Konvertere egenkapitalbeta til forretningsbeta

Hensikten med å konvertere fra egenkapitalbeta til forretningsbeta er å eliminere forskjeller i beta som skyldes ulike finansieringsstruktur. Formelen er som følger:

$$\beta_U = \beta_E \times \frac{E}{EV}$$

Ved å multiplisere egenkapitalbeta med forholdet mellom egenkapital og enterprise value får vi forretningsbetaer som i tabellen under.

	Lerøy	NRS	Gjennomsnittlig
Forretningsbeta	0,42	0,09	0,26

Tabell 5.3 - forretningsbeta 1

Tabell 5.3, forretningsbeta

Beregnet med DN sine verdier for egenkapitalbeta får vi:

	Lerøy	NRS	Gjennomsnittlig
Forretningsbeta	0,37	0,35	0,36

Tabell 5.4 - Forretningsbeta DN 1

(DN Investor, 2017a & 2017b)

Tabell 5.4, forretningsbeta DN

Konvertere forretningsbeta til ny egenkapitalbeta for Sjømat AS:

Formelen for å konvertere fra forretningsbeta til egenkapitalbeta er som følger:

$$\beta_E = \beta_U \times \frac{EV}{E}$$

Vi vil benytte oss av bokførte verdier for 2015. Dette kommer av at vi ikke enda har informasjon om markedsverdien til Sjømat AS sin egenkapital og gjeld. Det er 15 år siden en aksje ble omsatt, og verdien av den aksjen kan da ikke være representativ for verdien på egenkapitalen i dag. Vi må derfor forutsette at bokførte verdier er like markedsmessige verdier. Dette er selvsagt en svært tvilsom forutsetning, siden formålet med verdsettelsen da forsvinner. I mangel av bedre alternativer velger vi likevel å gjøre det slik. Sjømat AS er en produksjonsbedrift med verdikjedekonfigurasjon og store deler av verdiene er antageligvis representert i regnskapet. Det vil ikke være store immaterielle verdier, som for eksempel i bedrifter som er verdiverksteder. Dette styrker forutsetningen om at bokførte verdier er lik markedsmessige verdier.

Ved å multiplisere forretningbeta med forholdet mellom enterprice value og bokført egenkapital blir egenkapitalbeta:

$$0,26 * \frac{15\ 817}{4\ 779} = 0,86$$

For betaverdier fra DN får vi:

$$0,36 * \frac{15\ 817}{4\ 779} = 1,19$$

5.2.1.5 Blumes justeringsmodell

Empiriske studier viser at betaen tenderer mot 1 over tid (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, Wilcoxet, 2015). Siden verdsettelsen er fremtidsrettet vil det være hensiktsmessig å justere betaen slik at den bedre forutser fremtidig beta. I sine studier hevder Blume (1971) at en justering av beta mot 1 resulterer i betydelig mer presise vurderinger av fremtidig risiko. Ved å utføre en Blume-justering vil opprinnelig beta tilpasses slik at justert beta blir:

$$\text{Justert beta} = \left(\frac{2}{3}\right)\text{opprinnelig beta} + \frac{1}{3}$$

Innsatt for Sjømat AS sin beta får vi da:

$$\left(\frac{2}{3}\right) * 0,86 + \frac{1}{3} = 0,91$$

Med verdier fra DN:

$$\left(\frac{2}{3}\right) * 1,19 + \frac{1}{3} = 1,13$$

5.2.1.6 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Vi mener at denne betaverdien er for lav. Det er lite sannsynlig at en bedrift som i relativt stor grad blir påvirket av konjunktorene har betaverdier henholdsvis 0,91 og 1,13. Derfor vil vi heller benytte oss av den integrerte risikoanalysemodellen for å vurdere avkastningskravet.

Integrert risikoanalysemodell

Denne analysen deles inn i intern risiko, ekstern risiko og økonomisk/finansiell risiko. Vi vil her ta utgangspunkt i våre funn fra den strategiske analysen. De ulike risikoene klassifiseres deretter fra 1 til 5, der 1 er lav risiko og 5 er høy risiko. Neste steg er å vekte de ulike risikogruppene på en skala fra 1 til 3. Tallet 1 representerer at risikoelementet har en liten betydning og tallet 3 en stor betydning. Vi finner så vektet totalrisiko ved å dele den totale scoren på den totale vekten. Dette er gjennomført nedenfor (Boye & Dahl, 1997).

Integrert risikoplanalyse			
	Klassifisering (1-5)	Vekt (1-3)	Score
Intern risiko			
Ansatte	3		
Kunderelasjoner	4		
Lokasjon	4		
Omdømme	4		
Gjennomsnitt	3,75	2	7,5
Ekstern risiko			
Miste kunder	4		
Konkurrenter	3		
Nye aktører	2		
Trussel fra substitutter	5		
Gjennomsnitt	3,5	3	10,5
Økonomisk/finansiell risiko			
Finanskriser	1		
Råvarepriser	3		
Gjennomsnitt	2	1	2
Vektet totalrisiko	(20/6) = 3,33	6	20

Tabell 5.5 - integrert risikoanalyse

Risikoanalysemodellen ovenfor beregnet klassifiseringstallet til 3,33. Dette tallet vil bli konvertert til et risikotillegg nedenfor, som senere vil bli brukt til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen.

Risikotillegg		
	Risikoklassifisering	Risikotillegg
Liten risiko	1,0 - 1,5	0% - 4%
Moderat risiko	1,5 - 2,0	4% - 8%
Middels risiko	2,0 - 3,0	8% - 12%
Over gjennomsnittlig risiko	3,0 - 3,5	12% - 16%
Høy risiko	3,5 - 4,0	16% - 20%
Meget høy risiko	4 <	20% <
Risikotillegg	3,33	14,64 %

Tabell 5.6 - risikotillegg 1

Vi får her et risikotillegg på 14,64 prosent og kategorien over gjennomsnittlig risiko. Noe som er sammenfallende med funnene i den strategiske analysen.

Avkastningskrav til egenkapitalen	
Risikofrirente før skatt	3,00
Beregnet risikotillegg	14,64
Nominell avkastningskrav før skatt	17,64
Skatt (24%)	4,23
Nominelt avkastningskrav etter skatt	13,41 %

Tabell 5.7 - avkastningskrav til EK

Beregningene ovenfor gir et avkastningskrav på 13,41 prosent. Dette tallet er i stor grad preget av en skjønnsmessig vurdering / subjektiv vurdering. Det er derfor knyttet en del usikkerhet til disse tallene.

5.2.2 Beregning av total kapitalens avkastningskrav

Total kapitalens avkastningskrav blir et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til henholdsvis egenkapital og gjeld. Vi har funnet at egenkapitalens avkastningskrav er xx ved den integrerte risikoanalysen. For å beregne total kapitalens avkastningskrav må vi benytte følgende formel:

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - s)$$

$E = \text{Egenkapital}$

$D = \text{Gjeld}$
 $r_e = \text{Avkastningskrav til egenkapital}$
 $r_d = \text{Avkastningskrav til gjeld}$
 $s = \text{Skattesats}$

Avkastningskravet til Sjømat sin gjeld kan i utgangspunktet beregnes som summen av risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til Sjømat sin kredittrisikopremie, og en eventuell beregning av denne vil ta for mye plass. Vi vil derfor forutsette at Sjømat sine kreditorer korrekt har innbakt kredittrisikopremien i lånerenten. Vi vil anta at verdien av Sjømat AS sin bokførte gjeld er lik markedsverdien. Styreleder forteller oss dessuten at gjeldsrenten er flytende. Vi får beskjed om at denne har ligget mellom 5 og 7 prosent i 2014, 2015 og 2016. Vi vil derfor anta at gjennomsnittlig gjeldsrente er 6 prosent.

$$WACC = \frac{4779}{15\,817}(0,1341) + \frac{11\,037}{15\,817}(0,08)(1 - 0,23) = 0,07276 = 8,8 \text{ prosent}$$

Vi legger til likviditetspremien på 5 prosent og får at total kapitalens avkastningskrav er lik 12,3 prosent.

5.3 Konsistensbetingelser

For at verdsettelsen skal være troverdig må alle størrelser være konsistente med hverandre. For eksempel må det benyttes nominelle avkastningskrav dersom man diskonterer nominelle kontantstrømmer. Dersom beregningene i verdsettelsen ikke gjøres på like premisser vil resultatet være av mindre verdi. Vi har vært spesielt oppmerksomme på følgende momenter:

- Både kontantstrømmer og diskonteringsrente er etter skatt
- Beløpene er beregnet nominelt?
- Alle beløp er i samme valuta, norske kroner.
- Forholdet mellom gjeld og egenkapital i Sjømat AS er konstant

6. Regnskapsanalyse

Det er mulig å hevde at det er galt å basere seg på historiske tall ved en verdsettelse, som tross alt handler om de fremtidige kontantstrømmene og deres risiko. Likevel kan man antageligvis få et mer realistisk bilde av fremtiden ved å undersøke

selskapets historie. Dette kan også beskytte analytikeren mot risikoen å basere seg på eventyr (Kaldestad & Møller, 2012).

Med regnskapsanalysen vil vi beregne forholdstall som vi drøfter og sammenligner med andre selskaper. Vi deler analysen inn i:

- Rentabilietsanalyse
- Likviditetsanalyse
- Soliditetsanalyse

Vi har sammenlignet Sjømat AS med Lerøy og NRS. Det er svært begrenset hvor godt disse bedriftene egner seg for sammenligning. Dette kommer av at de har ulike virksomhetsområder. På tross av dette sammenligner vi forholdstallene med disse bedriftene, i mangel av bedre sammenligningsobjekter.

Den eksterne og interne analysen vil sammen med denne regnskapsanalysen skape et grunnlag for beregning av fremtidige kontantstrømmer.

6.1 Justering for skjulte verdier

Skjulte reserver er forskjellen mellom bokført verdi og reell verdi av omløpsmidler eller anleggsmidler. En økning av skjulte reserver vil øke verdien i posten for anleggsmidler, og redusere resultatet i forhold til det egentlige skulle ha vært, mens en reduksjon vil forbedre resultatet. Det er derimot ikke lov ifølge norsk regnskapslov å oppskrive en verdi mer enn den har blitt nedskrevet tidligere (Sending, 2014, s. 406; 440-442). Det betyr at dersom du skal oppskrive verdien av en eiendel i regnskapet, kan en bare oppskrive med tilsvarende tidligere nedskrivning.

Vi vil i denne oppgaven kun drøfte mulige skjulte reserver kvalitativt. Lokalene Sjømat AS i dag eier er satt sammen av ulike lokaler som ble kjøpt på ulikt tidspunkt. Gjennom intervju med ledelsen ble vi gjort oppmerksomme på at den reelle verdien av lokalene trolig er endel høyere enn den bokførte. Alle transaksjonene blir omtalt av ledelsen som svært gode kjøp. Sjømat AS kjøpte sitt første lokale, som de tidligere leide, i 2007. Dette lokalet ble kjøpt rimelig da selskapet som eide de, Maritim Food AS, trakk seg ut i forbindelse med at de ble kjøpt opp av det børsnoterte finske selskapet Apetit Plc. De ville da kvitte seg med lokalene rask, og godtok derfor en svært lav pris. Det neste lokalet som ble kjøpt var i forbindelse med at Inger Sørensen

AS ble kjøpt opp av Domstein AS, tidligere ASA. Deres virksomhet skulle da flyttes til Lillestrøm og de skrev ikke under en forlengelse av festeavtalen. Dermed ble lokalene overtatt av Oslo Fiskehall SA, som skulle fordele disse. Sjømat AS fikk også her kjøpt rimelige lokaler. Andre mindre lokaler har blitt kjøpt i nyere tid.

Ledelsen sier videre at en forlengelse av festeavtalen på 40 til 50 år er veldig realistisk og at verdien på lokalene vil stige drastisk. Noe som virker naturlig med tanke på lokaliseringen til Oslo Fiskehall og planene for området rundt. Kommunens visjon er at "Vippetangen skal bli et attraktivt sted for byens befolkning både sommer og vinter" (Oslo Kommune, 2017). Vi valgte kun å drøfte denne mulige skjulte reserven kvalitativt. Hovedårsaken er at det ikke foreligger en verdivurdering av disse lokalene. I tillegg er det store usikkerhetsmomenter knyttet til lokalene.

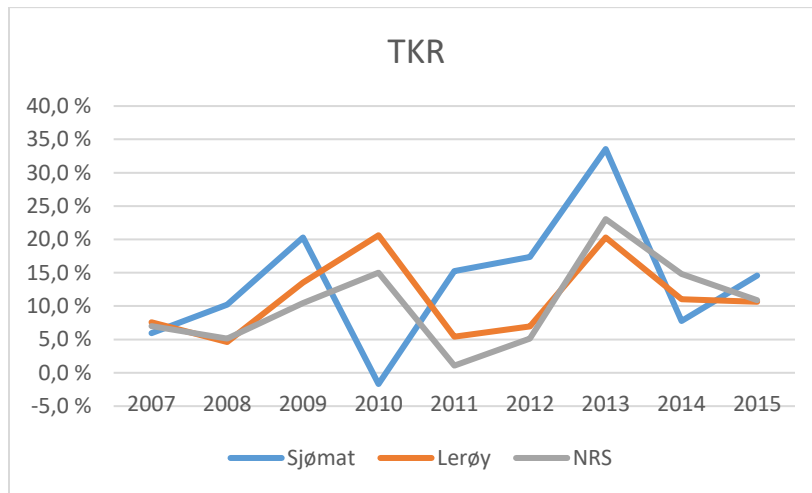
6.2 Rentabilitetsanalyse

6.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten (TKR) viser hva en krone brukt i bedriften kaster av seg, uansett hvor den er kommet fra. På den måten reflekterer TKR den samlede godtgjørelsen for kapitalytterne til bedriften og hvor godt ledelsen har forvaltet ressursene, uavhengig av finansiering (Sending, 2013, s. 447).

$$\text{TKR} = \frac{\text{(Resultat før skatt + rentekostnader)}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

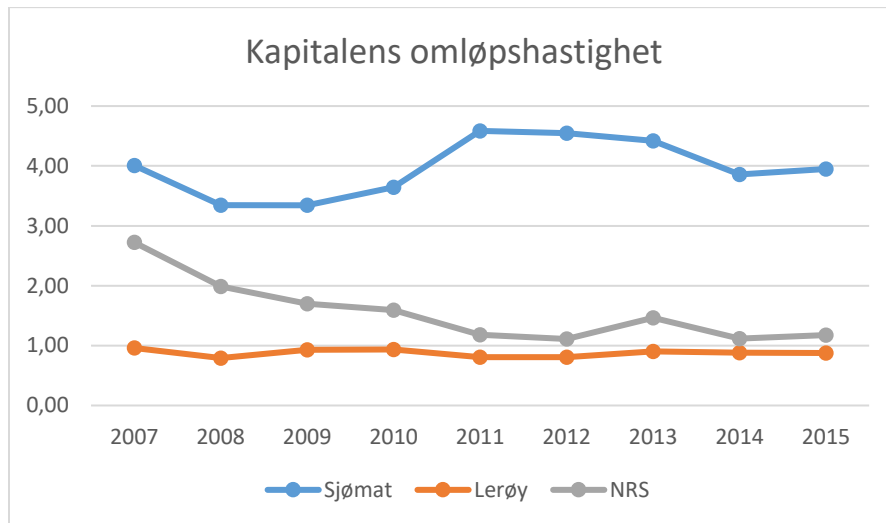
Figuren under viser TKR over perioden 2007-2015, sammenlignet med Lerøy og NRS.



Figur 6.1 - TKR 1

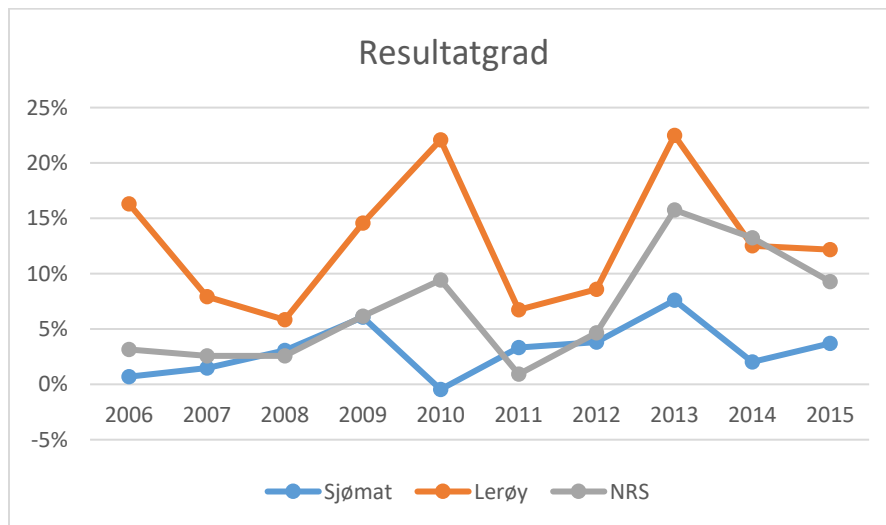
Det er tydelig at Sjømat AS sin TKR varierer mer enn Lerøy og NRS. I 2010 var TKR negativt med 2 prosent. Årsaken til dette var at Sjømat AS hadde et negativt resultat før skattekostnad på 256 000 kroner. Ledelsen begrunner det negative resultatet med en økning i råvareprisen på torsk. I tillegg gjennomførte selskapet store investeringer i nye lokaler som først ga resultater året etter. Da økte omsetningen med 23,7 prosent. I 2013 var TKR på hele 34 prosent. Dette skyldes hovedsakelig en lavere råvarepris på torsk. Videre ser vi at ingen av selskapene har prestert nevneverdig bedre enn de andre i løpet av perioden.

Siden TKR fremkommer som produktet av kapitalens omløpshastighet og resultatgraden, kan det være interessant å analysere disse nærmere. Denne fremgangsmåten for å finne TKR betegnes ofte som Du Pont-modellen. Figurene under viser utviklingen til omløpshastigheten og resultatgraden over perioden 2007-2015 sammenlignet med Lerøy og NRS.



Figur 6.2 - kapitalens omløpshastighet 1

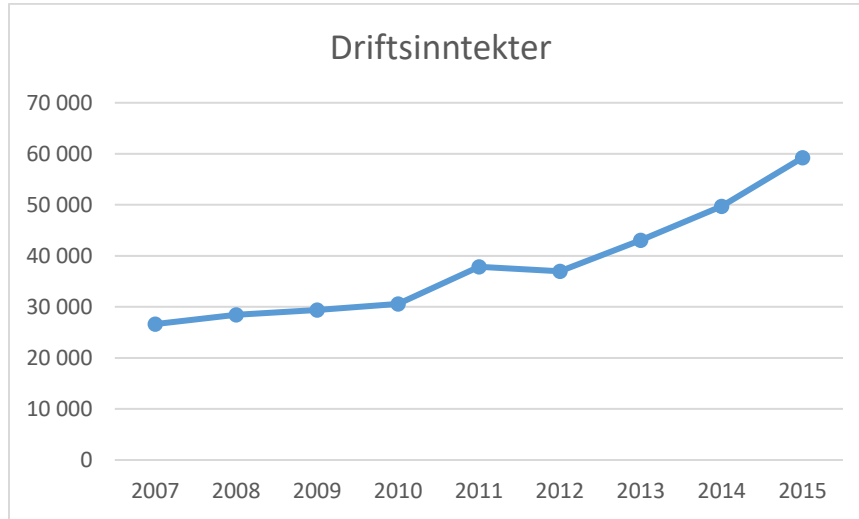
Sjømat AS har betydelig høyere omløpshastighet på totalkapitalen enn Lerøy og NRS. Den har holdt seg rundt 4 i løpet av perioden. Siden 2009 har omløpshastigheten til totalkapitalen ligget stabilt rundt 1 for både Lerøy og NRS. Årsaken til at Sjømat AS har så høy omløpshastighet på totalkapitalen de i større grad benytter variable innsatsfaktorer til sin produksjon.



Figur 6.3 - resultatgrad 1

Lerøy har klart størst resultatgrad. Siden totalkapitalens omløpshastighet har ligget rundt 1 for Lerøy og NRS ser vi at totalkapitalens rentabilitet var klart høyest for Lerøy i 2010. Da var resultatgraden 22 prosent.

6.2.2 Driftsinntekter



Figur 6.4 - driftsinntekter

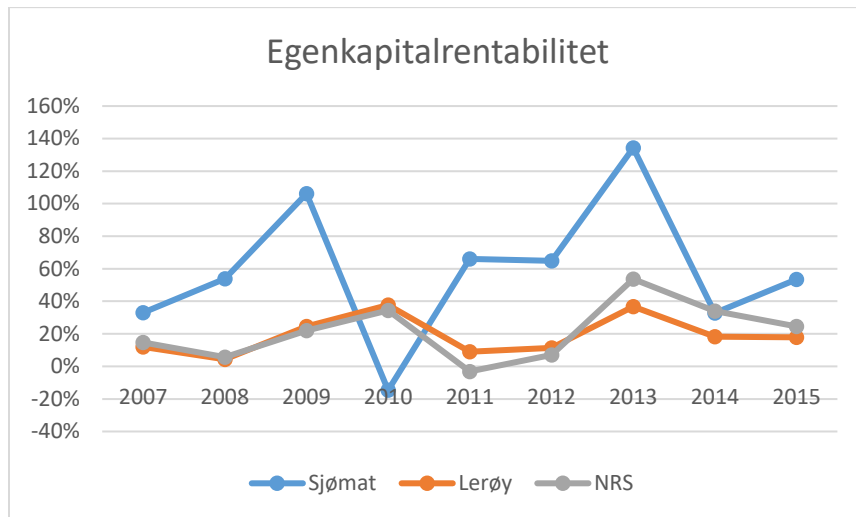
Det har vært en sterk oppgang i driftsinntekter fra 2007, med en svak negativ nedgang mellom 2011 og 2012. Dette skyldes at Domstein, en stor kunde, startet konkurrerende virksomhet. Det nye firmaet gikk konkurs etter ca. et halvt år og kunden kom da tilbake.

Den relative økningen i driftsinntekter vil antageligvis synke med tiden, siden bedriften øker i størrelse (Damodaran 2010, s. 264). Det er imidlertid ingen trend som indikerer at dette vil skje med det første.

6.2.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (EKR) uttrykker hvor lønnsom eiernes investering har vært (Sending, 2013). Dersom TKR har vært høyere enn gjeldsrenten vil EKR bli høyere enn TKR. Ved høy gjeldsgrad kan denne forskjellen bli stor, enten i positiv eller negativ retning.

$$\text{EKR} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



Figur 6.5 - EKR

Sjømat AS sin egenkapitalrentabilitet varierer betydelig mer enn Lerøy og NRS. Dette kommer blant annet av at bedriften har svært høy lønnsandel. I løpet av perioden har Sjømat AS en gjennomsnittlig gjeldsandel på 0,8 mens Lerøy og NRS har henholdsvis 0,5 og 0,6.

6.3 Likviditetsanalyse

Likviditet handler i denne sammenhengen om bedriftens evne til å betale sine forpliktelser når de forfaller (Sending, 2013). Vi vil bruke nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og 2 for å analysere bedriftens likviditet.

6.3.1 Likviditetsgrad 1

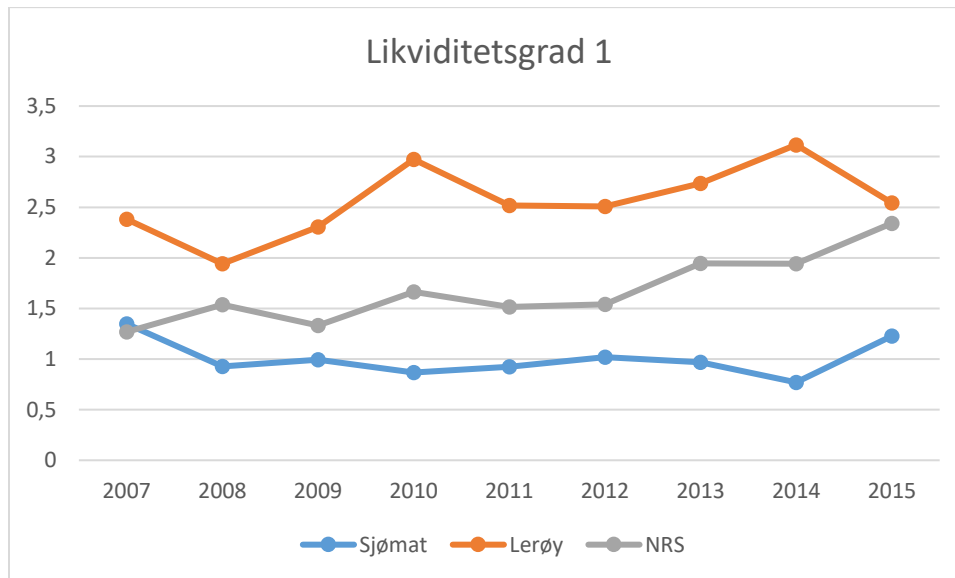
Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

En tommelfingerregel har lenge vært at likviditetsgrad 1 bør ligge over 2. Man bør imidlertid være varsom med å fastsette et normativt tall for likviditetsgraden.

Utviklingen i de senere tiår har gjort at lagerholdet er blitt betraktelig redusert.

Dessuten vil likviditetsgraden variere basert på hvilken bransje man analyserer. For dette nøkkeltallet vil det derfor være spesielt viktig å se på *utviklingen* i likviditet, evt. i forhold til andre bedrifter, og ikke kun det absolutte tallet (Sending, 2013).



Figur 6.6 - likviditetsgrad 1 1

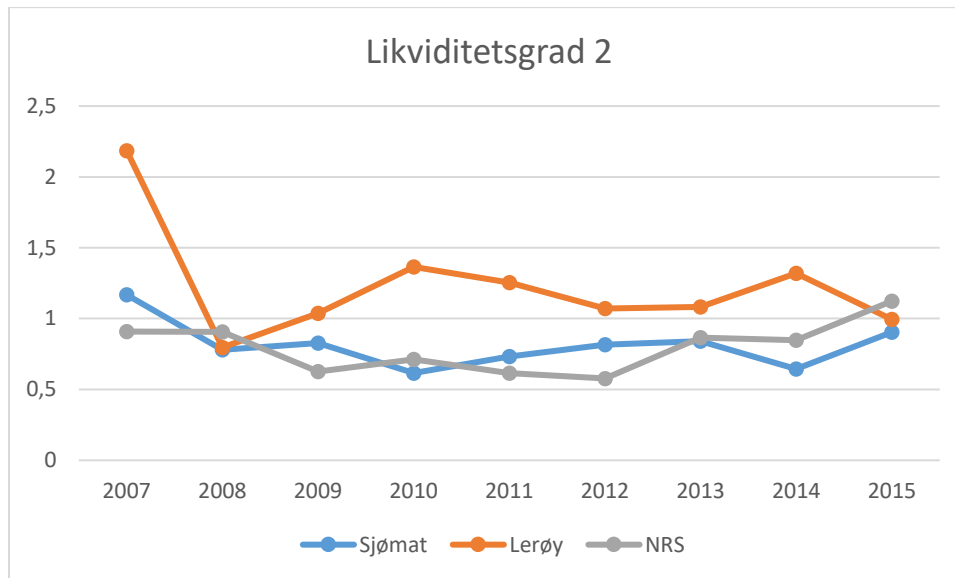
Sjømat AS har systematisk hatt lavere likviditetgrad 1 enn Lerøy og NRS. Dette er ikke nødvendigvis positivt, siden det betyr at bedriften har større kapitalbinding enn Lerøy og NRS.

6.3.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er forholdet mellom de mer likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{omløpsmidler} - \text{varebeholdning}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

Av samme årsaker som forklart ovenfor er det spesielt viktig å se på den relative utviklingen av nøkkeltallet.



Det er forskjell mellom selskapene ved likviditetsgrad 2. Dette indikerer at varelageret har relativt større verdi for Lerøy og NRS enn Sjømat AS.

6.4 Verdsettelse med multipler

En multiplikatoranalyse er en annen måte å se på verdsettingen av en bedrift på.

Første steg er å beregne multipler for bedriften. Dette gjøres ved å hente forholdstall fra resultatoppstillingen og balansen. Deretter må man finne referanseselskaper, finne de samme forholdstallene for disse og multiplisere multiplene med bedriften man vurderer.

Metoden har både fordeler og ulemper. Det er blant annet enklere og mindre tidkrevende enn den tradisjonelle kontantstrømmetoden, men det er utfordrende å finne selskaper som er like, og utfyller alle størrelsesforholdene godt nok.

Feilestimater kan da oppstå (Kaldestad & Møller, 2012, s. 151-156).

Vi skal bruke tre av de vanligste multiplikator metodene; P/E, EV/EBITD og P/B.

P/E

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{resultat etter skatt}}$$

Vi har valgt price/earnings da den er mye brukt og enkel å kommunisere og å bruke.

Vi forutsetter at bokført gjeld er lik markedsverdien av gjeld. Da kan vi finne markedsverdien av egenkapital ved nåverdi ved total kapitalmetoden - rentebærende gjeld, som vi finner i regnskapet til Sjømat AS. P er verdien av egenkapitalen.

Multiplikatoren er 12,36 og 10,45 for henholdsvis Lerøy og NRS (DN Investor, 2017a & 2017b). Gjennomsnittet til de sammenlignbare selskapene blir da 11,41. Den store differansen i multiplikatoren kan skyldes ulike gjeldsandelere. Lerøy og NRS har henholdsvis 61 og 78 prosent gjeldsgrad, mens Sjømat AS har en gjeldsgrad på omtrent 70 prosent.

Siden Sjømat hadde resultat etter skatt på 888 tusen kroner i 2017 blir egenkapitalens verdi 10,1 millioner ved å bruke multippelen 11,41.

Verdien til egenkapitalen	= 888 073 * 11,41
	= 10,1 millioner

EV/EBITDA

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{EBITDA}}$$

En styrke ved Enterprise Value/EBITDA er at den tar hensyn til både kostnadsstrukturen og kapitalstrukturene (Kaldestad & Møller, 2012, s. 160).

Resultatet blir 9,44 og 13,44 for henholdsvis Lerøy og NRS (DN Investor, 2017a & 2017b). Gjennomsnittet til referanseselskapene var da 11,44.

Det betyr at verdien av egenkapitalen til Sjømat AS blir:

Enterprise value	= 11,44 * 2 455 576
Enterprise value	= 28 091 789
Verdien til egenkapitalen	= 28 091 789 – sum gjeld + kontanter
	= 20 891 941

P/B

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book}} = \frac{\text{Markedsverd av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Ved å velge Price/Book kan vi få en bedre antydning av selskapets evne til verdiskapning. P/B får her en multiplere på 3,93 og 7,44 for henholdsvis Lerøy og NRS (DN Investor, 2017a & 2017b). Gjennomsnittet for referanseselskapene blir da 5,69.

Verdi til egenkapitalen	= 5,69 * 4 779 000
	= 27.195.924

Oppsummering multipler

P/E multipleren ga klart den laveste verdien til egenkapitalen, og P/B ga den høyeste. Det er store forskjeller i hvilken verdi egenkapitalen får ved de ulike multiplene. Det kan tyde på at verdien til en slik multiplereverdssettelse er relativt lav. Det er flere forhold som fører til at multiplene bli forskjellige, noe som gjør at de ikke uten videre er sammenlignbare. Likevel er det en rask metode å få et inntrykk av verdien på.

7.0 Strategiske analyser

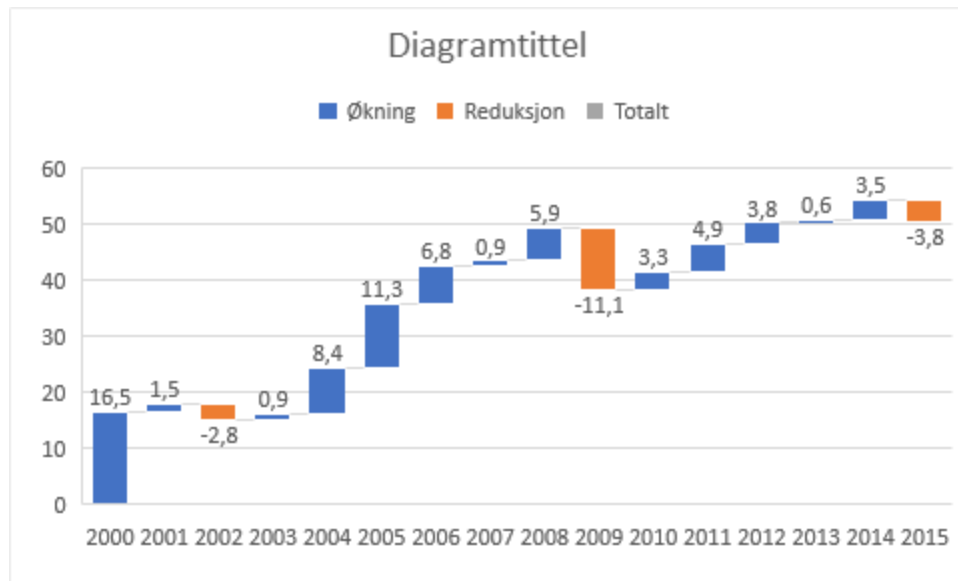
7.1 Makroanalyser

Inflasjon

Den norske pengepolitikken har som mål at den årlige veksten i konsumprisindeksen (KPI) skal være nær 2,5 prosent. Norges Banks viktigste hjelpemiddel for å nå dette målet er styringsrenten. I dag utøver Norges Bank en fleksibel inflasjonsstyring. Dette medfører at inflasjonen kan avvike fra målet i perioder, noe som er hensiktsmessige eksempelvis etter en finanskrisen. I denne oppgaven vil vi benytte SSB (2016a) sine prognoser for inflasjon de tre neste årene, for deretter å benytte inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Den nominelle lønnsveksten er i denne oppgaven satt lik inflasjon, da lønnskostnadene er beregnet som 20 prosent av salgsinntektene. Noe som medfører en noe urealistisk reallønnsvekst lik null.

	2017	2018	2019	Etter 2019
Inflasjon	2,3%	2,1%	2,4%	2,5%

Tabell 7.1 - inflasjon 1



Figur 7.2 - forbrukerens disponible realinntekt

(SSB, 2016b)

Kumulativt har det vært en sterk økning i disponibel realinntekt fra 2000 til 2008.

Veksten har stagnert etter finanskrisen og disponibel realinntekt i slutten av 2015 er likt som i 2008. Det er ikke sikkert hvordan økt inntekt vil påvirke etterspørselen til hvitfisk. Sjømat AS sine produkter blir solgt ferske i butikk. Det er mulig å hevde at dette gjør produktene til Sjømat AS til normalgoder og ikke mindreverdige.

7.1.1. Utsikter for bransjen

Det er ikke utarbeidet en prognose for fremtidig konsum av sjømat eller hvitfisk. I 2017 har det stadig dukket opp nyhetsartikler om et sviktende sjømatkonsum i Norge. Det er konsumet av laks som har vært mest sviktende i 2017, og skyldes hovedsakelig en kraftig økning i pris. Konsumet av fersk fisk var ned 42 prosent første kvartal i år sammenlignet med året før og hadde en nedgang på 23 prosent i 2016 sammenlignet med året før (Wig, 2017). Ledelsen i Sjømat AS sier at de ikke kjenner seg igjen i dette, da de ikke har merket nedgang i sitt salg. En av årsakene til dette kan være at disse tallene kun representerer produkter som er ferske og ikke ferskfrosset. Det er likevel naturlig å anta at det er en korrelasjon mellom disse produktene, da begge produkter oppfattes som ferske av kundene. Tallene som Norges Sjømatråd har gitt oss innsyn i viser en historisk positiv trend i konsum av torsk i dagligvare. Likevel

har konsumet av fisk falt med 13 prosent fra 2012 til 2016 (Elnan & Aardal, 2017). Myndighetene på sin side vil gjennomføre tiltak for å øke konsum av fisk med 20 prosent fra 2017 til 2021. Det er på bakgrunn av dette vi velger å tro på en positiv vekst i etterspørsel til Sjømat AS sine produkter de neste 10 årene.

Ny teknologi har effektivisert nærmest alle ledd i fiskefabrikkene i nyere tid. Sjømat AS har nylig gjort relativt store investeringer, og det beste eksempelet er tinemaskinen som reduserte tineprosessen med 36 timer. Dette har medført at Sjømat AS er konkurransedyktig tross av nyvinninger i nyere tid. Ser vi på konkurransekraften i bransjen er rivaliseringen mellom konkurrentene lav og trusselen for nyetableringer moderat. Vi ser nærmere på dette i bransjeanalysen nedenfor.

Vi velger å konkludere med at forholdene ligger til rette for at Sjømat AS kan forvente økt etterspørsel etter hvitfisk.

7.2. Strategiske analyser

7.2.1 Verdikjede



Primæraktiviteter

Sjømat AS mottar ukentlig 2-3 leveranser fra sine leverandører. Omtrent 30 paller frossen fisk blir tint hver uke. I tillegg kommer eksempelvis emballasje. Disse råvarene tar opp stor plass. Det er viktig å håndtere disse leveransene effektivt. Dette skyldes at fisken ikke kan være eksponert for høye temperaturer grunnet matsikkerhet. I tillegg er det viktig å ha kontroll på varelagerne, slik at den eldste fisken benyttes først.

Majoriteten av produktene Sjømat AS produserer er ferskfrosset. For å tine fisken benyttes en tinemaskin. Tinemaskinen har en kapasitet på 8 tonn. Ved hjelp av lufttrykk og varmeregulering er fisken tint innen 12 timer.

Sjømat AS har 8 ansatte som fileterer fisken. Disse står ved et samlebånd og håndfileterer fisken. Etter at fisken er filetert blir den ytterligere bearbeidet. Noen produkter må skjæres i porsjoner, trimmes eller få skinnen fjernet. I tillegg blir noen produkter saltet. Bearbeidingsavdelingen består av 4 ansatte.

Produktene pakkes ulikt etter kundenes preferanser. Sjømat AS har to pakkelinjer som er tilpasset ulike behov. Pakkeavdelingen består av 4 personer. Pakkelinjen avsluttes i ekspedisjonen, som er en uren sone. Her kan produktene lagres, men de blir som oftest transportert direkte til kunde umiddelbart. Én ansatt er ansvarlig for denne delen av verdikjeden.

Støtteaktiviteter:

Infrastruktur er en av støtteaktivitetene i bedriften. Dette er alt fra budsjettering, planlegging, økonomi, regnskap og ledelse. Personalledelse omhandler aktiviteter som støtter den viktigste verdiskaperen i bedriften, de ansatte. Gjennom personalledelse legges det eksempelvis til rette for kunnskapsoverføring innad i bedriften. Dette er viktig da det er ønskelig at de ansatte kan filtrere en fisk på den beste og raskeste måten. Denne kunnskapen blir videreført til eksisterende og nye ansatte.

Innkjøp sørger for at Sjømat AS har nok råvarer til enhver tid. Dette er viktig da Sjømat AS ikke har spesielt store lagre i forhold til sitt produksjonsvolum. Bedriften har høy omløpshastighet på sine lagre og det er derfor viktig med gode innkjøpsrutiner, noe ledelsen selv sier de har. Den siste støtteaktiviteten er salg. Denne aktiviteten har vi definert som en støtteaktivitet. En av grunnene til dette er at Sjømat AS i liten grad driver med salg og markedsføring, da mange av kundene sender inn ordre i god tid før varen skal produseres. I tillegg er de fleste kundeforholdene kontraktsbaserte, noe som medfører at kunden ikke kan gå til konkurrerende aktører. Nærmest alle varer produseres etter at en ordre er levert, noe som medfører lavt svinn. Alle de tidligere nevnte aktivitetene støtter primæraktivitetene og bidrar til verdiskapningen.

7.2.2 Konkurrentanalyse

Konkurransarenaen

Konkurransarenaen består av de bedriftene som konkurrerer om samme kunde(r) og på samme måte. I samtale med daglig leder og styreleder identifiserer vi 5

konkurrenter:

Bedrifter/Produkter	Filetering av		Røyking	Fiskemat	Lutefisk
	Hvitfisk	Pelagisk fisk			
Sjømat AS	✓		✓		
Gjendemsjø Seafood AS		✓	✓		✓
Ole Løvold AS	✓		✓	✓	✓
Brødrene Hjønnvåg AS	✓		✓	✓	✓
Domstein Sjømat AS Grossist med egen	✓				
Hansens Røkeri AS	✓		✓	✓	
Waterline AS	✓		✓		

Gjendemsjø Seafood AS er lokalisert i Brattvåg i Møre og Romsdal. Selskapet hadde i 2015 en omsetning på 83,2 millioner kroner. Selskapets hovedaktiviteter er bearbeiding og røyking av pelagisk fisk. Gjendemsjø driver i tillegg med filetering av hvitfisk og laks, lutefisk og cabaret.

Brødrene Hjønnvåg AS er lokalisert i Uskedal i Hordaland. Selskapet hadde i 2015 en omsetning på 31,0 millioner kroner. Selskapets hovedaktiviteter er fiskemat, røyking av fisk og lutefisk. I tillegg driver de med filetering av hvitfisk.

Domstein Sjømat AS er et tidligere børsnotert konsern. Selskapet ble etablert i 1925 og hadde i 2015 en omsetning på 682,3 millioner kroner. Domstein er hovedsakelig

en grossist og er en av kundene til Sjømat AS. De fileterer noe hvitfisk selv, og er dermed en konkurrent for Sjømat AS.

Hansens Røkeri AS er en tidligere kunde av Sjømat AS. Selskapet ble etablert i 1933 og hadde i 2015 en omsetning på 66,4 millioner kroner. Hansens Røkeri AS er hovedsakelig en grossist, men driver også produksjon i større skala. De driver med røyking og filetering av hvitfisk, og er dermed en konkurrent for Sjømat AS.

Strategisk gruppe

Den strategiske gruppen består av de konkurrenter som er mest lik bedriften når det gjelder produkter og kunder (Fjeldstad & Lunnan, s. 83). I følge styrelederen er det kun Ole Løvold AS som konkurrerer med tilnærmet helt like produkter. I tillegg er Waterline AS en stor leverandør av fersk frossen torsk. Det vil dermed være hensiktsmessig å plassere Ole Løvold, Waterline og Sjømat AS i samme strategiske gruppe.

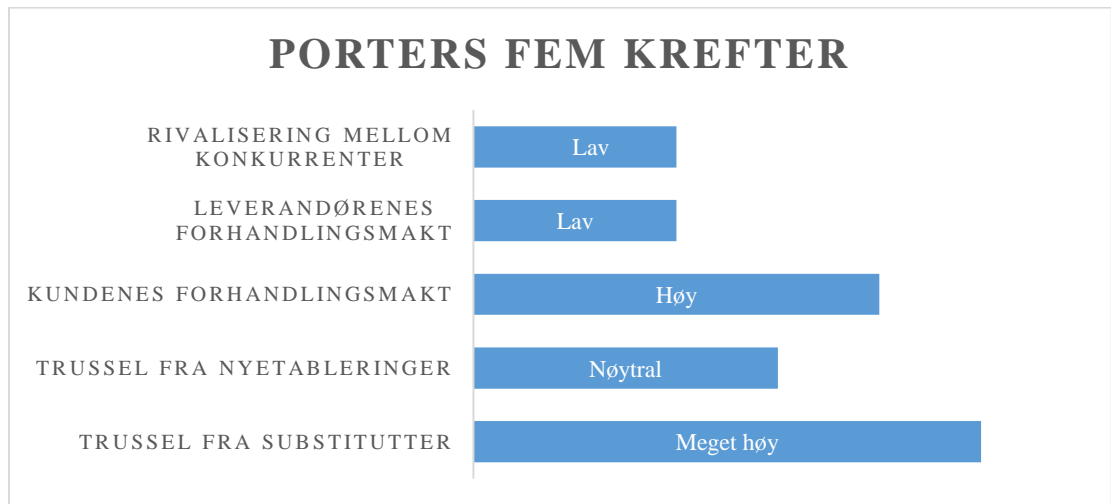
Ole Løvold er en fiskefabrikk lokalisert på Averøy i Møre og Romsdal. Selskapet sine hovedaktiviteter er filetering av hvitfisk, produksjon av fiskemat, røyking av fisk og produksjon lutefisk. I tillegg driver de med salg til privatpersoner gjennom sine egne fiskebiler. Selskapet ble etablert i 1980 og hadde i 2015 en omsetning på 43,1 millioner kroner, noe som tilsvarer 27,1 prosent lavere omsetning enn Sjømat AS. Dette er Sjømat AS sin største konkurrent da begge selskapene har omtrent lik produktportefølje. Majoritet av omsetningen til Ole Løvold er frossen hvitfisk som selges i dagligvarebutikker, spesielt Rimi. De fleste av kundene til Sjømat AS var tidligere kunder av Ole Løvold. Til tross for høyere pris har Sjømat AS tatt markedsandeler fra Ole Løvold. Ledelsen i Sjømat AS hevder at deres lokasjon på Østlandet og deres kvalitet er årsaken til dette.

En annen stor konkurrent for Sjømat AS er Waterline. Dette selskapet kan plasseres i samme strategiske gruppe. Waterline driver i hovedsak med filetering av hvitfisk og noe røyking av fisk. Waterline ble etablert i 2003 og hadde i 2015 en omsetning på 42,5 millioner kroner. Produktene selges ferdigpakket på dagligvarekjeden Coop. Dette selskapet er svært likt Sjømat AS, men med et lavere produktsortiment.

7.2.3 Bransjeanalyse - Porters fem krefter

I vår videre analyse har vi benyttet Porters fem krefter, utviklet av Michael E. Porter.

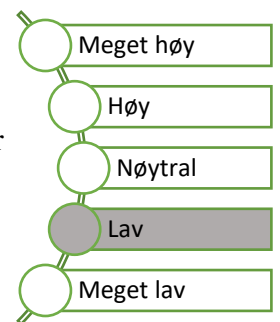
Dette er et verktøy som analyserer fem ulike konkurransekrefter i en bransje.

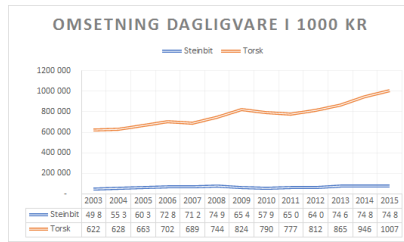


Rivalisering mellom konkurrenter

Rivaliseringen mellom konkurrentene avhenger hovedsakelig av to forhold; *intensiteten* på konkurransen og *hvordan* de konkurrerer (Porter, 2008). For å beregne intensiteten er spesielt antall og størrelse på konkurrerende bedrifter avgjørende. Hovedkonkurrenten til Sjømat AS er Ole Løvold, som er i samme strategiske gruppe. Ole Løvold konkurrerer i stor grad på pris og har generelt lavere priser. Dette påvirker lønnsomheten til begge bedrifter. Sjømat AS konkurrerer mer på kvalitet, og differensierer seg dermed fra Ole Løvold. De andre konkurrentene skiller seg betydelig ut ved å selge forskjellig type produkter, selv om de også selger til samme kunder (grossister).

Hovedinntektskilden til Sjømat AS er som tidligere nevnt fra grossister. Leveringen til grossistene foregår hovedsakelig gjennom kontrakter med ett års løpetid og med automatisk fornyelse. Dette gjør at kundene ikke har mulighet til å bytte leverandør før kontrakten utløper, med mindre det foreligger et kontraktsbrudd. I tillegg er det relativt få konkurrenter. Disse leverer som sagt til andre kunder og har et annerledes produktsortiment. Vi kan si at rivaliseringen mellom konkurrentene er lav.





Norges Sjømatråd har utarbeidet tall for konsum av torsk og steinbit i dagligvare. Tallene er kun fra dagligvare og gir derfor ikke bilde av totalt konsum for produktene. Utfra tallene kan vi se en vekst i konsumet de siste årene, omsetningen av torsk har økt med ca. 62

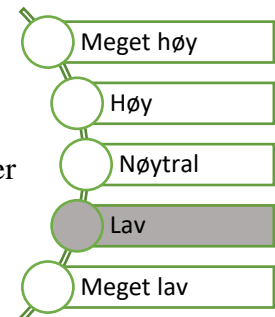
prosent fra 2003 til 2015. En økt etterspørsel gjør at bedriftene i bransjen kan ekspandere uten å erverve kunder fra sine konkurrenter. Dette fører til mindre intensiv rivalisering.

Leverandørens forhandlingsmakt

De viktigste leverandørene til Sjømat AS er de som leverer selve fisken. Fisken kan hovedsakelig oppdrives enten gjennom å handle direkte med fiskebåtene eller en trader.

Fiskebåtene auksjonerer som regel fangsten fra hver tur, og det er slik en trader får tak i fisken. Det finnes svært mange fiskebåter og tradere. Sjømat AS håndfileterer fisken og bruker da en større fisk enn tilsvarende fabrikk oftest bruker. Tilbud og

etterspørsel for denne type fisk er lav. Som en følge av dette velger Sjømat AS hovedsakelig én trader. Da unngår de at flere tradere overbyr hverandre. Likevel kan de enkelt bytte trader og størrelsen på fisken. Det er ingen kostnader knyttet til å bytte leverandør. I tillegg leverer traderne et relativt homogent produkt. Vi kan derfor si at leverandørens forhandlingsmakt er lav.

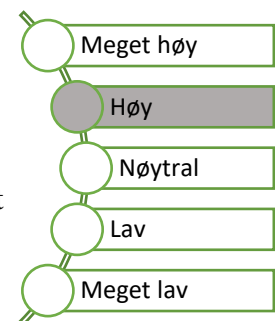


Kundenes forhandlingsmakt

De største kundene til Sjømat AS er grossister. Disse grossistene har kontrakter med dagligvarekjedene. Dermed er Sjømat AS svært avhengig av disse kundene. Selskapet har ingen mulighet til å nå ut til disse dagligvarebutikkene gjennom andre kunder. Siden pris, kvalitet og tilgjengelighet er viktige faktorer for kundene, er det viktig at også Sjømat AS legger vekt på dette.

Bedriftene i Sjømat AS sin bransje opplever betydelige

stordriftsfordeler. For verdikjeder er som regel stordriftsfordeler den viktigste

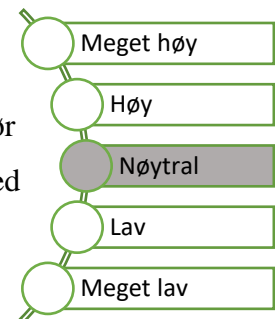


driveren. Dette passer godt med Sjømat AS sin situasjon, siden det er en produksjonsbedrift.

Produktene Sjømat AS tilbyr er relativt homogene, og det er ingen kostnad knyttet til å bytte leverandør for kundene. Noen av kundene har i tillegg prøvd å integrere vertikalt i verdikjeden tidligere. Dessuten krever den største kunden, Lerøy, at produktene de kjøper stammer fra fisk de selv leverer. Dermed har de kontroll på prisene inn og ut fra Sjømat AS. Vi kan derfor konkludere med at kundene har en sterk forhandlingsmakt.

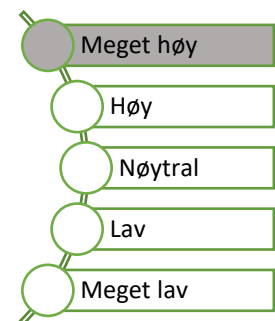
Trussel fra nyetableringer

Oppstartskostnadene i denne bransjen er moderate. Dette gjør at små aktører lett kan komme seg inn i markedet og starte konkurrerende virksomhet. Derimot vil en ny aktør som ikke gjør store investeringer trolig ha vanskeligheter med å konkurrere med Sjømat AS sitt kostnadsnivå. Sjømat AS og andre aktører har tidligere drevet aggressiv prising for å forhindre inntrengere å etablere seg. Siden andre aktører raskt kan etablere konkurrerende virksomhet og at oppstartskostnadene er relativt lave, velger vi å si at trusselen fra nyetableringer er moderat.



Trussel fra substitutter

Det er mange substitutter til produktene Sjømat AS produserer. I en dagligvarebutikk har en forbruker mange ulike typer fiskeprodukter å velge mellom. Eksempelvis kan de kjøpe frossen hvitfisk, frossen laks eller fersk laks. De kan også finne bearbejdede produkter som inneholder fisk, som fiskekaker, fiskeburger eller lignende. Det er også andre produkter som kan tilfredsstille behovet for fisk hos en forbruker. Dette kan være kylling, biff, kjøttdeig eller lignende. Noen av disse produktene er attraktivt priset sammenlignet med fersk hvitfisk. Vi kan derfor si at trusselen fra substitutter er stor i markedet for fersk hvitfisk.



Konkurrans eintensitetsf aktører	Beskrivelse	L a v	Nøy tral	H ø y
Mange like store aktører	Det er mange fiskeforedlingsbedrifter i Norge, men det er hovedsakelig Ole Løvold som ligner på Sjømat. Dessuten har Sjømat betydelig høyere omsetning.	✓		
Høye faste kostnader	I bransjen er det relativt høye faste kostnader (Hans Petter Male). Sjømat skiller seg ut ved å ha relativt lave faste kostnader i forhold til konkurrentene. Dette kommer av at mye fisk håndfileteres. Likevel er det høye faste kostnader som preger bransjen.			✓
Vekstpotensi al	Sjømatbransjen er i en moden fase og det er ikke forventet spesiell vekst.			✓
Produktdiffer ensiering	Det er en tydelig produktdifferensiering i bransjen. Noen sjømatforedlere behandler kun visse typer fisk, og det er betydelige forskjeller i pris, kvalitet og leveringsbetingelser.	✓		
Byttekostnad er	Sjømatforedlere selger hovedsakelig til grossister. Disse opplever (Hans Petter Male) ingen byttekostnader. Det er ikke nødvendig med noen grunninvesteringer, og det er ingen relasjonelle/psykologiske byttekostnader.			✓
Investeringsk ostnader	Bransjen preges av store krav til kapital for investering i maskiner (jf. delen om faste kostnader), men Sjømat AS skiller seg ut ved mye håndfiletering. Det er imidlertid vanskelig å få tak i gode fileterere, og ofte tar det lang tid før disse blir effektive. På den måten representerer også disse en investeringskostnad.			✓
Forventninge r om mottrekk	Erfaringer fra tidligere nyetableringer (Hans Petter Male) viser at de etablerte aktørene er villige til å prise seg ned aggressivt ved inntreden.	✓		

Høye utgangsbarrierer	Det relativt høye utgangsbarrierer. Dette kommer av at det kreves investeringer i mange spesialtilpassede maskiner. Dersom man hovedsakelig håndfileterer så må også denne ferdigheten være relativt virksomhetsspesifikk, noe som betyr at evnene til disse ansatte trolig ikke kan benyttes andre steder.	✓		
Stordriftsfordeler	Det er helt klart stordriftsfordeler i bransjen. Siden Sjømat AS håndfileterer produktene vil ikke stordriftsfordelene være like store, men for bransjen som helhet er dette en signifikant konkurranseintensitetsfaktor.	✓		

7.2.4 VRIO (ressursanalyse)

For at en bedrift skal ha varige konkurransefortrinn basert på sine ressurser må en ressurs være verdifull, sjelden og vanskelig å kopiere. I tillegg må bedriften være velorganisert, slik at den kan trekke ut og realisere et eventuelt overskudd basert på ressursene. VRIO-analyse er et rammeverk som analyserer ressursene som nevnt ovenfor. Den avdekker om Sjømat AS har konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. I følge RBV er ressursene den viktigste kilden til langsiktig lønnsomhet. Derfor vil det være viktig for Sjømat AS å avdekke hvilke ressurser bedriften har som gir langsiktige konkurransefortrinn og dermed lønnsomhet (Fjeldstad & Lunnan, 2014).

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Organisering
Kompetanse	JA	JA	NEI	JA
Relasjon til kunder	JA	NEI/JA	JA	JA
Lokalisering	JA	JA	NEI	JA
Fleksibilitet	JA	JA	NEI	JA

Kompetanse

De to eierne til Sjømat AS, som også jobber fulltid i bedriften, har over 60 års erfaring i bransjen. Dette har ført til at de har en svært omfattende kompetanse i alt fra verdikjeden, til produksjonsmetoder. Sjømat AS driver med håndfiletering, noe som er uvanlig i denne bransjen da det meste fileteres av maskiner. Siden bedriften avhenger av at de ansatte fileterer raskt og korrekt er kompetanseutvikling svært viktig. En kilde til kompetanseutviklingen i Sjømat AS er kompetanseoverføring mellom medarbeiderne. Kompetansen som finnes i Sjømat AS er definitivt verdifull og ganske sjelden. Årsaken til at denne ressursen ikke lar seg imitere er sosial kompleksitet. Dette er fordi Sjømat AS sine leverandører tilfører kompetanse, men også delingskulturen av kompetanse innad i bedriften (Gjønnes & Tangenes, 2016).

Relasjon til kunder

Sjømat AS bestreber langsiktige kunderelasjoner med fokus på høy kvalitet og leveringsdyktighet. Langsiktige kunderelasjoner er viktig da majoriteten av omsetningen går til et knippe store grossister som leverer til dagligvarekjedene. Disse leveransene går på kontrakter. Kvaliteten på produktene og leveringsdyktigheten har gjort at Sjømat AS har vunnet disse kontraktene, siden de har høyest priser blant konkurrenter. Det faktum at Sjømat AS kontinuerlig utvikler produkter og gjør tiltak for å bedre kvaliteten i samarbeid med kundene, har ført til verdifulle relasjoner med kundene. Det er vanskelig å kopiere denne ressursen grunnet sosial kompleksitet (Gjønnes & Tangenes, 2016).

Lokalisering

Sjømat AS er lokalisert i Oslo, noe som er nært majoriteten av kundene. Denne korte veien til kundene gir lavere transportkostnader og et ferskere produkt ved levering. I tillegg er det også mulighet for flere leveranser per dag. Dette er en verdifull ressurs som kan bedre kunderelasjonen. Økt salg kan også oppstå som følge av lokaliseringen, da kundene kan motta varene innen kort tid etter bestilling. Eksempelvis vil en kunde som går tom for et produkt på en fredag, ha mulighet til å motta varen samme dag. Hadde de brukt en leverandør langs kysten måtte de trolig ha ventet til mandagen.

Fleksibilitet

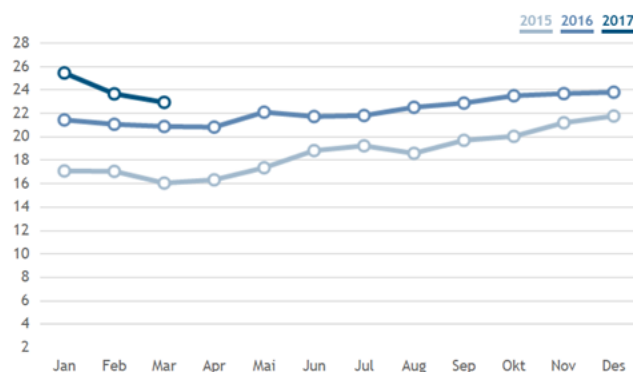
Siden Sjømat AS sin produksjon kan håndtere nærmest enhver fisk og benytter få maskiner er de veldig fleksible. Dette skyldes i hovedsak at fisken fileteres for hånd, noe som reduserer omstillingstiden mellom produksjonslinjene kraftig og gjør at produktene kan tilpasses kundene i større grad. Siden kundenes behov raskt kan endres er dette svært fordelaktig. Eksempelvis ved endringer i faktorer som pris på råvarer, tilgang på fisk, etterspørsel og konkurrenter må Sjømat AS være i stand til å reagere raskt. Det at bedriften er fleksibel er derfor helt klart verdifullt.

7.2.5 PESTEL

En PESTEL-analyse ser på politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og legale faktorer. Dette er forhold som påvirker konkurransesituasjonen i en bransje på kort og lang sikt. Formålet en slik analyse er å identifisere hvilke omgivelsesfaktorer som påvirker bedriften. Dette medfører at bedriften kan være forberedt på mulige endringer og oppdage nye markedsmuligheter (Fjeldstad & Lunnan, 2014). Det er ikke foretatt en fullkommen PESTEL-analyse, fordi ikke alle faktorer er like relevante i forhold til problemstillingen.

Økonomiske forhold

Sjømat AS sine utgifter er indirekte utsatt for en valutarisiko. Bedriften driver med bearbeiding av fisk. Dermed er råvareprisene på fisk svært avgjørende for lønnsomheten. Råvareprisene på fisk har økt en del den siste tiden grunnet økt etterspørsel og svakere krone (Norges Råfiskelag). Figur x viser en stabil vekst i prisen på torsk, som er Sjømat AS sitt hovedprodukt.



Figur 9 - prisutvikling torsk 1

Prisutvikling på fersk torsk fra norske fartøy fra januar 2015 til mars 2017. All torsk over 2,5 kg (kr/kg) (Norges Råfiskelag, 2017).

Veksten i norsk økonomi (BNP) er forventet å ta seg opp de neste fem årene. I tillegg ser både privatpersoner og bedrifter lysere på de økonomiske utsiktene (Finanstilsynet, 2011). Som følge av et mer positivt syn på de økonomiske utsiktene er det mulig at flere vil velge dyrere matvarer. Dette kan bidra til vekst i etterspørselen de neste fem årene for Sjømat AS.

Sosiokulturelle forhold

Nye forbrukertrender endrer kundenes livsstil og atferd. En slik trend er varig livstil. Denne trenden omhandler en sunnere livstil og redusert forbruk (Farbrot, 2013). Dette får mye oppmerksomhet i media. Forbrukeres økende fokus på å spise sunt kan bidra til at flere velger å spise mer fisk i fremtiden. I tillegg har fisk generelt et relativt lavt CO₂ avtrykk. Dette kan være en drivkraft til vekst i markedet de neste årene da fokuset på å være sunne og miljøvennelige virker å være vedvarende. Noe som legger til rette for fortsatt vekst for Sjømat AS.

Politiske forhold

Sjømat AS holder til i sine lokaler på Oslo Fiskehall. De eier lokalene selv, men ikke tomten. Tomten står på kommunal grunn, og leies ut ved en festeavtale som gjelder til 2023. Fiskehallen ligger på Vippetangen og er den siste delen av Fjordbyen som skal rustes opp. Byrådet ønsker at bygget skal vedlikeholdes og åpnes for publikum. Fiskehallen er i dag i gang med å planlegge et sjømatsenter som er åpent for publikum. Det er planlagt fiskeutsalg, restaurant med takterrasse og undervisningslokaler for skoleklasser. Dette medfører en investering på rundt 12 millioner kroner. Oslo Fiskehall er et samvirkeforetak, hvor Sjømat AS eier 20 prosent. Investeringen tilsvarer egenkapitalen til samvirkeforetaket. Disse midlene vil bli brukt til å rive bygningen hvis festeavtalen ikke forlenges. Byantikvaren er svært positiv til planen. Byrådet på sin side må gjennom den politiske behandlingen, men deres forslaget til områdeplanen er at bygget skal bevares. Det går mot forlengelse av festekontrakten (Mordt & Archer, 2017).

Regjeringen la frem i den Nasjonal handlingsplan for bedre kosthold for perioden 2017 til 2021 et mål om at forbruket av fisk skal øke med 20 prosent. Det er nærliggende å konkludere med at et slikt politisk mål kan stimulere til økt omsetning for Sjømat AS (Helse- og omsorgsdepartementet, 2017).

Mot 2018 ønsker regjeringen (2017) å redusere selskapskatten ytterligere til 23 prosent. På de siste meningsmålingene for Stortingsvalget 2017, vises det et solid rødgrønt flertall (Skjetne, 2017). Arbeiderpartiet ønsker å reversere store deler av skattekuttene utført av Høyre/FRP (NTB, 2017). Om skattekuttet til 23 prosent gjennomføres vil kontantstrømmene til Sjømat AS øke. På lengre sikt derimot ser vi stor risiko for høyere skatter og sterkere omfordelingspolitikk. Vi velger imidlertid i denne oppgaven å forutsette at selskapskatten blir redusert til 23 prosent i 2018 og forblir på dette nivået fremover.

Teknologiske forhold

Teknologien har effektivisert sjømatnæringen, eksempelvis ved at mennesker i stor grad har blitt erstattet av maskiner. Verdiskapningen er doblet over den siste tiårsperioden for industrien som står for utvikling av teknologi og leveranser av teknologi til sjømatnæringen (Sjømat Norge, 2016). Det å filetere hvitfisk er mer komplisert og tidskrevende sammenlignet med annen fisk. Dette skyldes at bena er vanskelig å finne og fjerne. Ny teknologi har klart å løse dette problemet og det er nå utviklet svært effektive fileteringsroboter for hvitfisk (SINTEF, 2014). For Sjømat AS har dette flere følger. Det representerer en mulighet om de klarer å holde tritt med utviklingen. Det øker potensialet for verdiskapningen med en mer effektiv produksjon. Det er også en trussel om de ikke klarer å holde tritt med nyvinninger som konkurrenter kan ta i bruk.

Det er i prinsippet mulig å drifte en produksjon på lik linje med Sjømat AS i dag, med nesten utelukkende maskiner. Likevel er det problematisk, med tanke på at produktene tilpasses hver enkelt kunde. I tillegg er slike maskiner ofte tilpasset en type fisk og størrelse. Med tanke på at produksjonslinjen til Sjømat AS takler nærmest enhver fisk og størrelse, er dette en styrke. Likevel har Sjømat AS gjort store investeringer i teknologi de siste årene. Den største investeringen var en tinemaskin. Ved bruk av denne ble tineprosessen redusert fra hele 48 timer til 12 timer. Den økte

tinekapasiteten med over 100 prosent, og sparer to årsverk. I tillegg ble over hundre kvadratmeter frigjort, kostnader på rundt hundre tusen til vann spares årlig og produksjonen trenger en mindre truck.

7.2.6 SWOT

De viktigste eksterne og interne faktorene er identifisert i den strategiske analysen ovenfor. Disse er oppsummert i SWOT-analysen nedenfor.

Interne faktorer			
Styrker (+)		Svakheter (-)	
1	Lang erfaring	1	Homogene produkter som er lett å kopiere
2	Kompetanse	2	Høyere priser enn konkurrentene
3	Relasjon til kundene	3	Høyt kostnadsnivå grunnet lokasjon
4	Leveringsdyktighet		
5	Lokasjon		
6	Fleksibilitet		
Eksterne faktorer			
Muligheter (+)		Trusler (-)	
1	Ny teknologi	1	Nye aktører
2	Nye produkter	2	Substitutt
3	Oppgraderte lokaler	3	Kundene har en sterk forhandlingsmakt
4	Sunnere befolkning	4	Ingen fornyelse av festeavtalen
5	Nye markeder (utlandet)		
6	Vekst i markedet		
7	Høyere laksepris		

8.0 Prognostisering

Fremgangsmåte

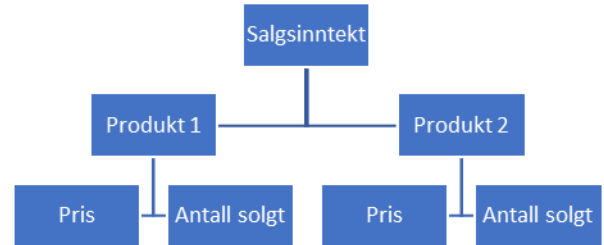
I regnskapsanalysen har vi fått et inntrykk av Sjømat AS sin historiske utvikling. Gjennom ekstern- og internanalysen kan vi anta hvordan veksten vil bli i fremtiden. Gjennom internanalysen fastslo vi dessuten at Sjømat AS antageligvis er i retning av en mer moden fase i livssyklusen. Dermed er kun en svak vekst forventet.

Når det gjelder hvor mange perioder det vil være hensiktsmessig å prognostisere for er det både fordeler og ulemper ved å velge en mange perioder/ flerperiodisk. På den ene siden bør det være så mange perioder at man minst fanger opp en hel konjunktursyklus. På den andre siden risikerer man, ved å velge for mange perioder, at informasjonen er lite relevant fordi virksomheten eller omgivelsene kan ha forandret seg (Kaldestad & Møller, 2012). Det er viktig at den eksplisitte perioden er så lang at den ved utløpet av perioden er i en stabil fase, slik at terminverdien blir så nøyaktig som mulig. Da kan man verdsette terminverdien med Gordons vekstformel. Koller et al. (2015) anbefaler en eksplisitt periode på 10-15 år. I vårt tilfelle mener vi at en prognostisering av de 10 kommende årene vil være hensiktsmessig.

8.1 Salgsinntekter

Siden nesten alle andre resultatposter avhenger direkte eller indirekte av omsetningen er det vanlig å begynne med å estimere denne. Dette kan i følge Koller et al. (2015) gjøres enten ved en "top-down" eller "bottom up" fremgangsmåte. Ved "top-down" estimeres omsetning ved å tallfeste størrelsen på markedet, bedriftens markedsandel og fremtidig estimerte priser. Da kan man bruke analyser av markedets fremtid. Ved "bottom-up" brukes bedriftens egne estimater for etterspørsel fra eksisterende kunder, kunde-turnover og nye kunder. Det anbefales å ta i bruk begge metoder. Dessuten kan man gjøre prognoser kun basert på historisk utvikling av nøkkeltall. Dette omtales ofte som en naiv fremgangsmåte, siden det er svært lite sannsynlig at omgivelsene i fremtiden vil være som i fortiden.

Salgsinntektene til Sjømat AS vil være produktet av pris og antall varer solgt for hver enkelt fisk. Vi begynner med å estimere solgt volum, altså hvor mye som selges av hver fisk.



8.1.1 Volum

Sjømat AS har i dag en kapasitet på omtrent 1 million kg fisk i året. Den eneste flaskehalsen i verdikjeden er maskinen som tiner fisken. De aktiviteter som kommer etter dette er kun variable. Per i dag har Sjømat AS utnyttet kapasiteten fullt ut. I perioder har tinemaskinen blitt brukt på overkapasitet, men dette har ført til dårligere kvalitet på fisken og større kostnader knyttet til vedlikehold. Daglig leder forteller oss at kundene etterspør flere og større leveranser, slik at dersom det investeres i en ny tinemaskin og kapasiteten økes, så kan nesten hele kapasiteten utnyttes. Vi vil forutsette dette i de videre analysene. På bakgrunn av dette har Sjømat AS gått til innkjøp av en ny tinemaskin som leveres i 2019 med betaling da. I samråd med daglig leder estimerer vi følgende kapasitetsutnyttelse nå og ved investering.

	Kapasitet	Utnyttelsesgrad	Gj. produksjon før avskjær
Nå	1 000 000 kg	95%	950 000 kg
Maskininvestering	2 000 000 kg	95 %	1 900 000 kg

Vi vil forutsette at Sjømat AS selger samme produkter som tidligere og at andelen solgt av de ulike produktene holder seg likt; 72 % torsk, 19 % steinbit og 9 % annen fisk. Det betyr at med investeringen i ny tinemaskin vil kapasiteten øke med 950 000 kg fisk fordelt slik:

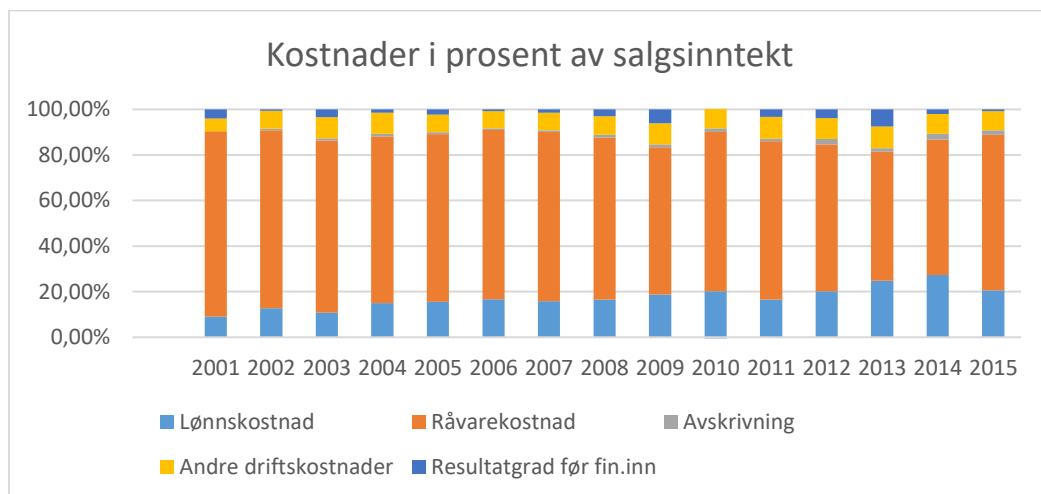
Torsk	Steinbit	Annen fisk	Totalt
684 000 kg	180 500 kg	85 500 kg	950 000 kg

8.1.2 Pris

Det er svært vanskelig å forutse priser på fisk. Det vil antageligvis ikke være hensiktsmessig å vurdere dette ved denne verdsettelsen. Sjømat AS selger produktene sine til flere grossister. Disse er ofte både kunde og leverandør til Sjømat AS. Som en følge av dette vil innkjøps- og salgspriser ha høy samvariasjon. Vi vil derfor basere oss på årlig vekst i innkjøpspriser for å estimere prisene. Disse er det redegjort for under punkt 8.2.1 Under følger en oppsummering.

8.2 Kostnader

Kostnadene kan deles opp i kostnader for råvarer, lønn, avskrivninger og andre driftskostnader. Nedenfor vises kostnadsstrukturen til Sjømat AS sammen med resultatgraden, som i gjennomsnitt er 3 prosent.



Egenkomponert. (Proff forvalt, 2017)

Det er tydelig at den største kostnaden til bedriften er råvarekostnaden. Deretter er lønnskostnader en betydelig kostnad for bedriften. Avskrivninger og andre driftskostnader representerer en svært liten del av kostnadene.

8.2.1 Råvarekostnader

Råvarekostnadene vil være produktet av volum solgt og innkjøpspris på råvarene.

Tabellen nedenfor viser innkjøpspris på råvarene i perioden 2014-2016, samt endring i innkjøpsprisen.

	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Pris torsk i kr.	71,94	74,08	75,96	73,99
Δ pris		3,0 %	2,5 %	2,75 %
Pris steinbit i kr.	52,97	55,64	58,96	55,86
Δ pris		5,0 %	6,0 %	5,5 %
Pris annen i kr.	68,75	70,77	74,19	71,24
Δ pris		2,9 %	4,8 %	3,85 %

Kilde: Hans Petter Male (Daglig leder)

Dette blir altså et gjennomsnitt av de priser Sjømat AS har fått for råvarene siden det i ulike perioder og ved kjøp fra ulike leverandører opereres med forskjellige priser.

8.2.2 Lønn

Tabellen nedenfor viser lønnskostnadene sin andel av salgsinntekter i perioden 2014-2016.

År	2014	2015	2016
Lønn/salgsinntekt	19 %	18 %	20 %

Vi ser at det har vært en svak, men jevn, vekst i forholdstallet. Styreleder Hans Petter Male kan fortelle at dette kommer av at produktene bearbeides i større grad. Dette reflekteres også i salgsprisen, som har økt i perioden.

Dersom prisene har endret seg nevneverdig i perioden vil forholdet lønnskostnad/salgsinntekt ha liten verdi. Derfor er lønnskostnad per kg fisk illustrert nedenfor:

Årstall	2014	2015	2016
Lønn/volum	13,1	12,9	15,1

Selv om prisen har økt i perioden ser vi at forholdet mellom lønn og volum produsert har økt. Det styrker altså styreleder Hans Petter Male sin antagelse om at fisken bearbeides i større grad. Det er forventet at fiskene vil fortsette å bli bearbeidet i større grad enn tidligere. Vi vil derfor legge til grunn forholdstallene for 2016 ved estimeringen av fremtidige kostnader.

Siden lønnskostnad beregnes til 20 prosent av salgsinntekt vil nominell lønnsvekst legges til grunn. En inflasjon på 2 prosent vil føre til at både priser og lønninger øker.

8.2.3 Avskrivninger og investeringer

Koller et al. (2015) anbefaler at estimerte avskrivninger beregnes som en proSENTSATS av eiendom, anlegg og utstyr (PP&E). Estimert PP&E beregnes da som en proSENTSATS av salgsinntekter. Vi vil derfor først finne gjennomsnittlig PP&E/Salgsinntekter over perioden 2014-2016 og deretter gjennomsnittlig avskrivninger/PP&E over samme periode. Figuren under viser et utdrag av beregningene for år 0 og 1.

År	-3	-2	-1	0	1
Årstall	2014	2015	2016 Gj. Snitt	2017	2018
Sum finansinntekter	12000	5000	2812		
-Sum finanskostnader	50000	46000	58883		
=Netto finanskostnad	38000	41000	56071	58 861,75	60 795,60
Anleggsmidler	5749000	3916000	4921592	6 201 942,16	6 405 701,95
Nettofinans./AM	0,7 %	1,0 %	1,1 %	0,9 %	

Investeringene er her beregnet som summen av økning i PP&E og avskrivninger i perioden.

8.2.4 Andre kostnader

I tabellen nedenfor vises "andre kostnader" i forhold til salgsinntekter i perioden 2014-2016.

År	-3	-2	-1	Gjennomsnitt	0	1
Årstall	2014	2015	2016		2017	2018
Salgsinntekt	49 532 000,00	57 821 000,00	63 297 000,00		71 200 512,93	73 539 748,25
Andre kostnader	4 332 000,00	5 035 000,00	7 048 000,00		6 764 048,73	6 986 276,08
=andre kost/SI	8,7 %	8,7 %	11,1 %	9,5 %		

Styreleder Hans Petter Male kan ikke peke på en spesiell grunn til at forholdstallet ble større i 2016. Det vil derfor være rimelig å benytte et gjennomsnitt av de tre årene, noe som blir 9,5 prosent.

8.2.5 Skattekostnad

Vi vil benytte en skattekostnad på 24 prosent, som er skatt på overskudd. Som forklart i PESTEL-analysen ønsker regjeringen å redusere selskapsskatten til 23 prosent mot 2018. Vi vil derfor benytte skattesatsen 24 prosent i 2017 og 23 prosent i 2018 og utover.

8.3 Andre spesifiseringer

8.3.1 Inflasjon

Som vi har utredet for under punkt 7.1.1 vil vi forutsette 2,5 prosent inflasjon, siden det er dette inflasjonsmålet Norges Bank styrer etter.

8.3.2 Vekst etter eksplisitt periode

Det er vanlig å verdsette terminalverdien med Gordons vekstformel, og vekst i kontantstrømmen er avgjørende for verdien av denne formelen. Vi vil anta at bedriften kommer i "steady-state" etter den eksplisitte perioden. I regnskapsanalysen ble det avdekket at veksten i driftsinntekter har vært relativt sterkt i alle år. På den andre siden ble bedriften stiftet i år 2000 og er derfor ikke spesielt ung. Det vil antageligvis være rimelig å anta at bedriften nå går inn i en periode med relativt lavere vekst.

For de fleste selskaper er det vanlig at meravkastning på nye investeringer går mot null over tid (Kaldestad & Møller, 2016). Veksten til et selskap kan ikke være større enn den vekst som er forventet av landet bedriften opererer i, siden bedriften da ville representert en unormal stor andel av GDP over tid.

Siden realveksten i BNP historisk har vært rundt 2-3 prosent og vi forventer en langsiktig inflasjon på 2,5 prosent i året, i tråd med det sentralbanken styrer etter, vil vi få en nominell vekst i BNP på omtrent 5 prosent. Trolig bør selskapets vekstrate

settes enda lavere enn dette (Kaldestad & Møller, 2016). Dette kommer av at det er nye bedrifter som vil være den signifikante driveren av vekst, ikke modne selskaper som er i "steady-state". Vi vil derfor benytte en vekstrate på 1,5 prosent reelt.

Det er verdt å nevne at det er knyttet stor usikkerhet både til når bedriften vil befinne seg i en stabil fase og om vekst vil være lik 1,5 prosent.

8.3.2 Endring arbeidskapital

Kundefordringer:

Kundefordringene har i gjennomsnitt vært 8 prosent av salgsinntektene over perioden 2007-2015.

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
8 %	8 %	3 %	7 %	6 %	7 %	8 %	10 %	12 %

Leverandørgjeld:

Leverandørgjeld har vært 14 prosent av varekostnaden over perioden 2007-2015

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
17 %	21 %	12 %	15 %	12 %	9 %	10 %	19 %	15 %

Varelager:

Varelager har vært 5 prosent av varekostnaden over perioden 2007-2015

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
4 %	4 %	4 %	6 %	4 %	4 %	5 %	5 %	8 %

Vi vil bruke gjennomsnittet av disse forholdstallene til å estimere fremtidige endringer i arbeidskapital.

9.0 Totalkapitalmetoden

Med spesifiseringene ovenfor får vi følgene oppstilling av resultat og kontantstrøm.

År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Årstall	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminalverdi
Sum salgsinntekter	71 200 512,93	73 539 748,25	151 926 168,15	156 947 749,16	162 151 243,36	167 543 964,16	173 133 549,35	178 927 976,67	184 935 580,15	191 165 067,27	
Torsk	53 385 447,60	54 853 547,41	112 724 039,93	115 823 951,02	119 009 109,68	122 281 860,19	125 644 611,35	129 099 838,16	132 650 083,71	136 297 961,01	
Steinbit	11 227 605,40	11 845 123,70	24 993 211,00	26 367 837,61	27 818 068,67	29 348 062,45	30 962 205,89	32 665 127,21	34 461 709,21	36 357 103,21	
Andre	6 587 459,93	6 841 077,14	14 208 917,22	14 755 960,53	15 324 065,01	15 914 041,52	16 526 732,11	17 163 011,30	17 823 787,24	18 510 003,04	
Sum driftsinntekter	71 200 512,93	73 539 748,25	151 926 168,15	156 947 749,16	162 151 243,36	167 543 964,16	173 133 549,35	178 927 976,67	184 935 580,15	191 165 067,27	
Varekostnad (-)	47 740 785,42	49 250 278,56	101 622 313,71	104 850 680,59	108 189 656,27	111 643 404,98	115 216 264,25	118 912 752,70	122 737 578,35	126 695 647,28	
Torsk	37 483 200,00	38 513 988,00	79 146 245,34	81 322 767,09	83 559 143,18	85 857 019,62	88 218 087,66	90 644 085,07	93 136 797,41	95 698 059,34	
Steinbit	5 078 066,67	5 357 360,33	11 304 030,30	11 925 751,97	12 581 668,33	13 273 660,09	14 003 711,39	14 773 915,52	15 586 480,87	16 443 737,32	
Andre	5 179 518,75	5 378 930,22	11 172 038,07	11 602 161,54	12 048 844,76	12 512 725,28	12 994 465,20	13 494 752,11	14 014 300,07	14 553 850,62	
Lønnskostnad (-)	14 240 102,59	14 707 949,65	30 385 233,63	31 389 549,83	32 430 248,67	33 508 792,83	34 626 709,87	35 785 595,33	36 987 116,03	38 233 013,45	
Andre kostnader (-)	6 764 048,73	6 986 276,08	14 432 985,97	14 910 036,17	15 404 368,12	15 916 676,60	16 447 687,19	16 998 157,78	17 568 880,11	18 160 681,39	
EBITDA	2 455 576,20	2 595 243,96	5 485 634,83	5 797 482,57	6 126 970,31	6 475 089,75	6 842 888,04	7 231 470,85	7 642 005,66	8 075 725,15	
Avskrivninger (-)	1 287 058,04	1 329 343,29	2 746 297,57	2 837 070,32	2 931 131,43	3 028 613,10	3 129 653,39	3 234 396,51	3 342 993,12	3 455 600,62	
EBIT	1 168 518,16	1 265 900,67	2 739 337,25	2 960 412,24	3 195 838,88	3 446 476,65	3 713 234,65	3 997 074,34	4 299 012,54	4 620 124,53	
Skattekostnad (-)	280 444,4	291 157,2	630 047,6	680 894,8	735 042,9	792 689,6	854 044,0	919 327,1	988 772,9	1 062 628,6	
Driftsres. etter skatt	888 073,8	974 743,5	2 109 289,7	2 279 517,4	2 460 795,9	2 653 787,0	2 859 190,7	3 077 747,2	3 310 239,7	3 557 495,9	
Avskrivninger	1 287 058,0	1 329 343,3	2 746 297,6	2 837 070,3	2 931 131,4	3 028 613,1	3 129 653,4	3 234 396,5	3 342 993,1	3 455 600,6	
Investeringer (-)	2 567 408,2	1 533 103,1	9 574 170,3	3 274 476,7	3 384 383,4	3 498 347,7	3 616 535,9	3 739 121,9	3 866 287,2	3 998 222,0	
KS av Endring AK	2 747 289,65	51 284,44	1 557 430,43	111 173,46	115 771,73	120 580,28	125 609,48	130 870,23	136 373,97	142 132,77	
KS til Totalkapital	2 355 013,3	719 699,3	6 276 013,5	1 730 937,6	1 891 772,3	2 063 472,2	2 246 698,7	2 442 151,7	2 650 571,6	2 872 741,8	39 997 707,72
Verdi til TK	24 393 308,30										
Sum gjeld	8 854 847										
Verdi til EK	15 538 461,30										

Se vedlegg for større tabell.

10. Usikkerhetsbetraktninger

Det vil alltid være usikkerhet ved verddivurderinger. Simuleringene vil hjelpe oss å se hvordan verdsettelsen av Sjømat AS påvirkes av endringer i parametrene. Det vil også gjøre oss bedre egnet til å se om verddivurderingen vår er rimelig (Kaldestad, & Møller, 2016, s. 128-129). Vi har da sett på hvordan endringer andel avskjær, egenkapitalens avkastningskrav, vekst i salgspris og kapasitetsutnyttelse til tinemaskinen påvirker verddivurderingen vår av Sjømat AS.

10.1 Sensitivitetsanalyse

Nåverdien er svært følsom for endringer av andelen fisk som blir avskjær. Vi har i samråd med daglig leder estimert denne andelen til å være 40 prosent, og det er dette som er benyttet i verdsettelsene. Det kan hende at andelen avskjær synker til 30 prosent i perioder, men det vil svært sjeldent bli mer enn 40 prosent. I tabellen under vises ulike nåverdier når andelen avskjær varieres fra 30-40 prosent.

% avskjær	0,30	0,31	0,32	0,33	0,34	0,35	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
							6	7	8	9	0
EK med TK-metoden	178,6	165,1	151,2	136,9	122,1	106,9	91,2	75,1	58,3	41,1	23,2
EK med RI-metoden	106,5	98,8	90,9	82,7	74,4	65,7	56,8	47,6	38,1	28,3	18,2

EK med P/E multippel	69,3	64,1	58,8	53,4	47,8	42,0	36,0	29,8	23,5	16,9	10,1
EK gjennomsnitt	118,1	109,3	100,3	91,0	81,4	86,3	74,0	50,8	40,0	28,8	17,2

Som det fremkommer av tabellen vil en liten endring i andel avskjær påvirke nåverdien i svært stor grad. Dersom andel avskjær øker fra 30 til 35 prosent synker gjennomsnittlig nåverdien med hele 27 prosent, og dersom andel avskjær synker fra 40 til 35 prosent øker nåverdien med 402 prosent. Dette tyder på at det vil være svært lønnsomt for Sjømat å minke sløsing av råvarer.

Siden vi beregnet avkastningskravet ved en integrert risikoanalyse er det stor usikkerhet knyttet til denne størrelsen. Vi mener derfor det vil være hensiktsmessig å se nærmere på hvor følsom verdien av egenkapitalen er for endringer av denne størrelsen. Dette illustreres nedenfor.

Avkastningskrav til egenkapitalen	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09	0,10	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15
EK med TK-metoden	59,1	43,6	33,9	27,2	22,4	18,8	16,0	13,8	12,0	10,5	9,3
EK med RI-metoden	85,8	66,0	53,0	43,6	36,5	30,9	26,4	22,6	19,4	16,6	14,2
EK med P/E multippel	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
EK gjennomsnitt	54,9	43,2	35,6	30,2	26,3	23,2	20,8	18,8	17,1	15,7	14,5

Verdien av egenkapitalen til bedriften er naturlig svært følsom for størrelsen på diskonteringsrenten. Den varierer imidlertid ikke ved verdisetting med P/E multiplum. Dette kommer av at forholdstallet avhenger av størrelsen E, altså resultat etter skatt, som ikke påvirkes av diskonteringsrenten.

10.2 Scenarioanalyse

Vi har basert deler av prognosene i del 7 på historisk informasjon. Siden det egentlig er naivt å anta at tidligere prestasjoner vil vedvare bør det undersøkes hvordan verdien av selskapet påvirkes av at disse antagelsene ikke gjelder.

I tabellen nedenfor er worst, normal og best -case illustrert. Variablene som endres er årlig vekst i salgpris og kapasitetsutnyttelse på den nye tinemaskinen. Vi vil variere årlig vekst i salgpris med en økning/redusering på -25 og 25 prosent av den vekst som er antatt i verdsettelsene. Kapasitetsutnyttelsen varierer mellom 80 prosent, 95 prosent og 100 prosent. Det er 95 prosent som benyttes i verdsettelsene.

Med en skjønsmessig avveining vekter vi sannsynligheten for de tre utfallene som 25 prosent for worst case, 50 prosent for normal case og 25 prosent for best case.

Scenarioanalyse	Worst case	Normal	Best case
Vekst salgpris	2,53 %	3,37 %	4,21 %
EK med TK-metoden	-43,8	23,3	95,1
EK med P/E multiplum	6,8	10,1	13,5
EK med RI-metoden	-24,8	18,2	74,8
EK gjennomsnitt	-20,6	17,2	61,1
Sannsynlighet	0,25	0,5	0,25
Vektet verdi EK	18,73		

Scenarioanalysen gir en vektet verdi på 18,73 millioner kroner. Variasjonen fra worst- til best case er stor, noe som tyder på at salgsprisen er helt avgjørende for Sjømat AS. Dette bør imidlertid modereres siden Sjømat sine kunder ofte også er leverandører av fisken (se strategisk analyse). Dermed vil innkjøpspris og salgpris til en viss grad samvariere, noe gjør at forskjellen mellom innkjøpspris og salgpris ikke blir stor.

Vi har fått informasjon fra styreleder om at høy kapasitetsutnyttelse på den nye tinemaskinen er høyst sannsynlig. Dette kommer (som forklart under den strategiske analysen) av at kundene til Sjømat AS etterspør flere og større leveranser, noe bedriften for øyeblikket ikke har kapasitet til å levere. Det er relativt lite sannsynlig at kapasiteten brukes 100 prosent, siden dette fører til høyere slitasje og mulig overtidslønn for arbeiderne som bruker maskinen.

Scenarioanalyse	Worst case	Normal	Best case
Kapasitetsutnyttelse ny maskin	80,00 %	95,00 %	100,00 %
EK med TK-metoden	22,1	23,3	23,6
EK med P/E multipl	10,1	10,1	10,1
EK med RI-metoden	16,4	18,2	18,8
EK gjennomsnitt	16,2	17,2	17,5
Sannsynlighet	0,15	0,6	0,25
Vektet verdi EK	17,13		

Kapasitetsutnyttelsen påvirker ikke verdien av egenkapitalen noe nevneverdig. P/E multipleringen påvirkes ikke i det hele tatt. Dette kommer av at den beregnes for 2017, mens investeringen i tinemaskinen kommer i år 2. Ved beregning med TK- og RI-metoden påvirkes ikke selskapsverdien spesielt mye. Dette kommer blant annet av at kontantstrømmen ikke endres i 2017 og 2018 (som forklart tidligere), og at kapasitetsendringen fører til endringer i både variable kostnader og inntekter. Dette forsterkes av at de faste kostnadene er relativt små.

10.3 Konklusjon sensitivitets- og scenarieanalyse

Under sensitivitetsanalysen fant vi at verdien til egenkapitalen var svært følsom for andelen avskjær. Denne variabelen bør det altså legges størst vekt på. Vi kunne antageligvis sett på flere variabler, men vi fant andel avskjær mest relevant siden den er så avgjørende for verdien til egenkapitalen. Det bør påpekes at variabelen «andel avskjær» ikke er diskret og at det dermed vil være noen utfall som er mer sannsynlige enn andre.

Verdien av egenkapitalen er svært følsom for vekst i salgspris og mindre følsom for kapasitetsutnyttelsen. Førstnevnte bør modereres, da det er en viss samvariasjon mellom innkjøpspriser og salgspriser.

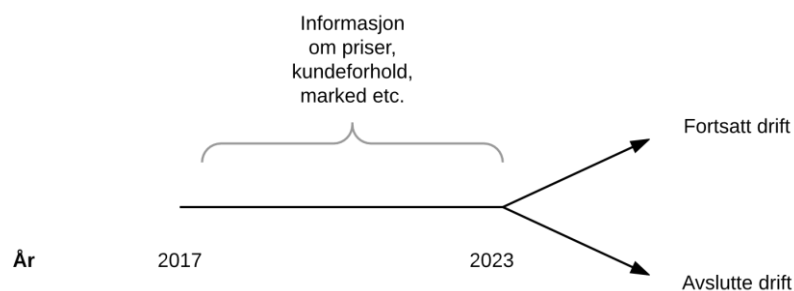
Om vi er forberedt på mulige utfall som kan være katastrofale, kan vi også minimere skadene disse utfallene kan gi (Johansen & Grevle, 2011). Vi håper denne analysen vil gi oss et nytt syn på hvordan fremtiden vil se ut, og dermed også forbedre vår vurdering av fremtiden (Damodaran, 2010, s. 64).

10.4 Mulige realopsjoner

I det følgende vil vi redegjøre for Sjømat AS sine realopsjoner. Disse vil kun drøftes kvalitativt. En kvantitativ verdsettelse av bedrifts realopsjoner er utenfor denne oppgavens ramme.

Kostnadene til Sjømat AS er i hovedsak variable. Som det fremkommer av figur xx (kostnadsstruktur) representerer de faste kostnadene en svært liten del av de totale kostnadene. Dette gjør at bedriften kan være mer fleksibel, både når det gjelder muligheten til å ekspandere og legge ned virksomheten. Muligheten til å ekspandere øker fordi bedriften enkelt kan ansatte flere arbeidere, og muligheten for å legge ned øker fordi de ansatte har relativt korte arbeidskontrakter og gjennomtrekket er høyt (Intervju, styreleder).

Sjømat AS sin festekontrakt utløper i 2023. Dette gir bedriften muligheten til å velge å fortsette drift eller legge ned ved dette tidspunktet. Innkjøpspriser, kundeforhold, salgspriser og andre variabler kan endre seg i løpet av perioden 2017-2023. Dermed kan bedriften vurdere lønnsomheten av fortsatt drift eller ekspansjon bedre i 2023, men ny kunnskap.



Denne økte fleksibiliteten tas ikke hensyn til i kontantstrømanalysen. Uten å verdsette dette bør det påpekes at denne fleksibiliteten, sammen med høy grad av variable innsatsfaktorer, bør øke verdien til bedriften.

11 Drøfting av analyseresultatene

Vi har beregnet følgende verdier på egenkapitalen til Sjømat AS med de ulike verdsettingsmetodene:

DCF – Totalkapitalmetoden minus gjeld	15 538 000
Superprofitt	16 400 000
Multippel	
P/E	10 100 000
EV/EBITDA - gjeld	20 892 000
P/B	27 196 000

Det er tydelig at multiplene i gjennomsnitt har gitt en for høy verdi på selskapet. Antageligvis bør det derfor legges mest oppmerksomhet på DCF og superprofitt. Dersom disse vektet likt vil verdien til egenkapitalen bli 15 969 000 kroner. Dette synes vi virker som en rimelig verdivurdering. Daglig leder ga uttrykk for at verdien til selskapet antageligvis ville ligge rundt 40 millioner kr, noe som muligens er litt optimistisk i forhold til våre analyser, selv når gjeld er fratrukket.

12. Konklusjon og kritikk

Vi fant to proxyselskaper ved verdsettelsen. Lerøy og NRS var de selskapene vi anså som relativt like med tanke på bransje, resultatmarginer og lokasjon. Det er helt klart store ulikheter mellom Sjømat AS og de to proxyselskapene, og spesielt NRS da virksomheten kun omhandler laks. Vi valgte derfor å hovedsakelig fokusere på den integrerte risikoanalysen.

Under en verdsettelse er det aldri et eksakt svar og flere størrelser det er knyttet usikkerhet til. Det vil derfor avhenge av hvilke forutsetninger og forenklinger vi gjør av dataen. Dette kan igjen ha vært med å gjøre vurderingene av dataene mer subjektive. Vi har for eksempel forutsatt at de ansatte bruker like mye tid og ressurser på de ulike type fiskene. Vi hadde imidlertid ikke informasjon om lønnskostnader per

produktgruppe. Derfor var det ikke aktuelt å finne lønnskostnader per kilo av de ulike type fiskene. Forenklingene vi har gjort kan også svekke reliabiliteten og validiteten.

Under verdsettelsen har vi brukt nåverdimetoden, og den tar ikke hensyn til fleksibilitet og realopsjoner. Dette må betraktes som en svakhet selv om det antageligvis ikke er i rammen av en bacheloroppgave.

Vi har samlet mye informasjon fra Sjømat AS. Dette kan svekke troverdigheten til oppgaven da informasjonen fra bedriften kan oppleves subjektiv. Vi har dog prøvd å være forsiktige i våre estimeringer og kritiske til informasjonen vi har funnet.

Vi antok ved beregningen av terminalverdien at bedriften kom til “steady-state” etter den eksplisitte perioden. Dette er knyttet stor usikkerhet til dette. Det samme gjelder for veksten etter den eksplisitte perioden. Her har vi antatt at vekst er lik inflasjon, noe det også er knyttet stor usikkerhet til.

Referanseliste:

Barney, J. (1991), Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17 (1) 99-120.

Befring, E. (1994). *Forskningsmetode og statistikk* (2. utg.). Oslo: Det Norske Samlaget.

Blitz, D., Falkenstein, E., & Vliet, P. V. (2014). Explanations for the volatility effect: An overview based on the CAPM assumptions. *The Journal of Portfolio Management*, 40(3), 61-76

Blume, M. E. (1971). On the Assessment of Risk. *The Journal of Finance*, Mars, 26(1), 1-10.

Boye, Knut og Dahl, Gunnar. 1997. Verdsettelse i teori og praksis. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on real options. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 58-71. **R**

Dahl, Gunnar A., Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. Verdssettelse i teori og praksis. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Boye Knut, Dahl A. Gunnar(1997), Verdssettelse i teori og praksis, 1.utgave 1997, 4 utgave 2010, Cappelen Akademiske forlag (Boye og Dahl 1997)

Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2012). *Finansiell Økonomi*. Oslo: Fagbokforlaget.

DNInvestor. (2017a). Lerøy Seafood Group. Hentet fra:

<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S140/LSG/Ler%C3%B8ySeafoodGroup>

DNInvestor. (2017b). Norway Royal Salmon. Hentet fra:

<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S117/NRS/NorwayRoyalSalmon>

Damodaran, A. (2010). *The dark side of valuation : valuing young, distressed, and complex businesses*. Ft Press.

Dyrnes, S. (2011a). Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper. I Tore Bråthen (Red.), *Moderne Forretningsjus II*, (s. 78-107). Bergen: Fagbokforlaget.

Dyrnes, S. (2011b). RIV-B og RIV-E – bedre verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 28(02), 41-55.

Elnan, C., & Aardal, E. B. (2017, 13. februar). Nordmenn spiser mindre fisk: - Dramatisk. *NRK*. hentet fra: https://www.nrk.no/norge/nordmenn-spiser-mindre-fisk_-_dramatisk-1.13375175

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46.

Fama, E. F., & French, K. R. (1992) The Cross-Section of Expected Stock Returns. *the Journal of Finance*, 47(2), 427–465.

Farbrot, A. (2013) Åtte trender som vil styre oss. *Forskning.no*. Hentet fra: <http://forskning.no/fremtidforskning-forbruk-innovasjon-markedsforing/2013/01/atte-trender-som-vil-styre-oss>

- Fernholz, R., & Karatzas, I. (2006). The implied liquidity premium for equities. *Annals of Finance*, 2(1), 87-99
- Finansdepartementet. (2016). *Statsbudsjettet 2017*. St. meld. nr. 1 2016–2017. Hentet fra: <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2017/Dokumenter1/Budsjettdokumenter/Nasjonaltbudsjettet-2017/Meld-St-1/2-De-okonomiske-utsiktene/21-Norsk-okonomi/>
- Finanstilsynet (2011). *Enkelte regnskapsmessige forhold basert på regnskapskontrollen 2010*. Hentet fra: <http://docplayer.me/1676063-Enkelte-regnskapsmessige-forhold-basert-pa-regnskapskontrollen-2010.html>
- Fjeldstad, Ø., & Lunnan, R. (2014). *Strategi*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Gjesdal, F. (2012). Valg av verdsettelsesmodell. *Magma*, 15(2), 22-23.
- Gjønnnes, H. S., & Tangenes, T. (2016) *Økonomistyring 2.0*. Bergen: Fagbokforlaget
- Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2010. Metode og dataanalyse. 2. Utgave. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Helse- og omsorgsdepartementet. (2017). *Nasjonal handlingsplan for bedre kosthold (2017–2021)*. Hentet fra: https://www.regjeringen.no/contentassets/fab53cd681b247bfa8c03a3767c75e66/handlingsplan_kosthold_2017-2021.pdf
- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (3. utg.). Oslo: Abstrakt.
- Johansen, E.W., & Grevle, M. (2011). Virkelig verdi av investeringseiendom etter IAS 40 - møtes markedets informasjonsbehov? *Praktisk økonomi & finans*, 28(01), 65-74.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2012). *Verdivurdering - teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (Vol. 499). McKinsey & Company.
- Lakonishok, J., & Shapiro, A. C. (1986). Systematic Risk, Total Risk, and Size as Determinants of Stock Market Returns. *Journal of Banking & Finance*, 10(1) 115–32.
- Lerøy. (2017). Historie. Hentet fra: <https://www.leroyseafood.com/no/Forbruker/Om-Leroy/Historie/>
- Lundesgaard, J. (2013). Finansregnskapet og verdiskapningen for eierne. *Praktisk økonomi & finans*, 28(02), 41-55.
- Mordt, H., & Archer, E. K. (2017, 20. januar). Oslo Fiskehall vil lage sjømatsenter på Vippetangen. *NRK*. Hentet fra: <https://www.nrk.no/ostlandssendingen/oslo-fiskehall-vil-lage-sjomatsenter-pa-vippetangen-1.13331450>
- Nedrelid, A. (2013). Virkelig verdi ved innløsning av aksjer - premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp. *Tidsskrift for forretningsjus*, 2013(03), 198-246.
- Norges Råfiskelag. (2017). Prisutvikling torsk fra norske fartøy. Hentet fra <http://www.rafisklaget.no/portal/page/portal/NR/PrisogStatistikk>
- NTB. (2017, 19. april). Solberg sabler ned Aps skatteøkninger. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <http://www.dn.no/nyheter/2017/04/19/0604/Politikk/solberg-sabler-ned-aps-skatteokninger>
- Oslo Børs. (2017). *Energi, shipping og sjømat*. Hentet fra: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Energi-shipping-og-sjoemat>
- Oslo Kommune. (2017). *Vippetangen*. Hentet fra: <https://www.oslo.kommune.no/politikk-og-administrasjon/slik-bygger-vi-oslo/fjordbyen/vippetangen/>
- Osmundsen, D. (2005). Identifikasjon og kvantifisering av sammensatt risiko ved hjelp av Monte Carlo simulering. *Praktisk økonomi og finans*, 22(3), side 43-52.

- Perold, A. F. (2004). The Capital Asset Pricing Model. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 3-24.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Wilcox, S. E. (2015). *Equity Asset Valuation (3rd ed.)*. NJ: John Wiley & Sons.
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard business review*, 86(1), 25-40.
- PwC. (2016). *Risikopremien i det norske markedet*.
- Regjeringen. (2017). *Regjeringens forslag til skatte- og avgiftsopplegg for 2017*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-til-skatte--og-avgiftsopplegg-for-2017/id2514819/>
- Roll, R. (1977). A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests' Part I: On Past and Potential Testability of the Theory. *Journal of Financial Economics*. 4(2), 129–76.
- Reinganum, M. R. (1981). A New Empirical Perspective on the CAPM. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(4), 439–62.
- Skjetne, O. L. (2017, 13. april). Ny måling: Nå er Sp større enn Frp. VG. Hentet fra: <http://www.vg.no/nyheter/innenriks/senterpartiet/ny-maaling-naa-er-sp-stoerre-enn-frp/a/23973614/>
- SSB. (2016a). *To års oljenedtur kan nærme seg slutten*. Hentet fra: <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/to-ars-oljenedtur-kan-naerme-seg-slutten?tabell=286233>
- SSB. (2016b). *Dekomponering av veksten i disponibel realinntekt*. Hentet fra: https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/_attachment/272449?_ts=157b3c8e4f0
- SSB. (2017). *Fiskeri, 2016, førebelse tal*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/fiskeri/>
- Schølberg, O. (2009). Finanst teori anvendt i praksis. *Magma*, 12(8), 55-62
- Sending, A. (2013). *Økonomistyring 1*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Sending, A. (2014). *Økonomistyring 1 (2 utg.)* Bergen: Fagbokforlaget
- SINTEF. (2014). *Filtreringsrobot kan redde norsk fiskeindustri*. Hentet fra:

<http://www.sintef.no/siste-nytt/fileteringsrobot-kan-redde-norsk-fiskeindustri/>

Sjømat Norge. (2016). *Teknologi og service inn i Sjømat Norge*. Hentet fra:

<http://sjomatnorge.no/teknologi-og-service-inn-i-sjomat-norge/>

Stambaugh, Robert F. 1982. "On The Exclusion of Assets from Tests of the Two-Parameter Model: A Sensitivity Analysis." *Journal of Financial Economics*. 10:3, pp. 237–68.

Sørensen, R. (1998). Verdivurdering som en prosess. *Magma*, 1(2), **sidetall**.

Tvedt, J. (2000). Realopsjoner - verdien av fleksibilitet. *Magma*, 3(5), 84-90.

Wig, K. (2017, 20. mai). Fiskesalget stuper. *E24*. Hentet fra:

<http://e24.no/naeringsliv/sjoemat/fiskesalget-stuper/23999039>