

**Line Hansen  
Therese Stendahl  
Linn-Kristin Martinsen**

# Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI



## Verdsettelse av HitraMat AS

### **BTH 9503 – Økonomistyring og investeringsanalyse**

BI Trondheim  
06.06.2013

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.

## Forord

Etter tre innholdsrike år på BI Trondheim har vi avsluttet med en bacheloroppgave innen fordypningsfaget Økonomistyring og Investeringsanalyse. Gjennom høsten 2012 har vi gått gjennom ulike temaer i kurset, men valget for vår bacheloroppgave falt på verdsettelse.

Vi valgte å skrive en verdsettelsesoppgave fordi vi syntes at det virket som et interessant tema. Det å skrive en verdsettelse av HitraMat har vært en lærerik og spennende prosess. Vi har lært mye som vi kan ta med oss senere i arbeidslivet.

Vi vil gjerne takke HitraMat, og spesielt økonomiansvarlig Lindis Aune og daglig leder Anton Fjeldvær som har tatt seg tid til å hjelpe oss.

Tilslutt vil vi takke vår veileder Olav Lilleberg, samt resten av foreleserne og administrasjonen på BI som har bidratt til denne oppgaven.

God lesing!

---

## Innholdsfortegnelse

<b>INNHALDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>I</b>
<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>V</b>
<b>1.0 INNLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 AVGRENSNINGER OG FORUTSETNINGER .....	1
1.2 HISTORIE.....	2
1.3 BRANSJEBESKRIVELSE OG MARKED.....	3
1.3.1 <i>Det norske krabbemarkedet</i> .....	3
1.3.2 <i>Norsk eksport av taskekrabbe</i> .....	3
1.3.3 <i>Det internasjonale krabbemarkedet</i> .....	4
1.3.4 <i>Utvikling i krabbepreis</i> .....	4
1.4 FREMTIDSPLEANER .....	5
<b>2.0 VERDSETTELSESTEORI</b> .....	<b>5</b>
2.1 INNTJENINGSBASERT METODE .....	5
2.1.1 <i>Kontantstrømsbaserte modeller</i> .....	5
2.1.2 <i>Dividendemodeller</i> .....	8
2.1.3 <i>Resultatbaserte modeller</i> .....	9
2.2 BALANSEBASERTE MODELLER .....	10
2.2.1 <i>Matematisk verdi</i> .....	10
2.2.2 <i>Substansverdi</i> .....	10
2.2.3 <i>Likvidasjonsverdi</i> .....	11
2.3 VALG AV METODE .....	11
<b>3.0 METODE</b> .....	<b>12</b>
3.1 UNDERSØKELSESDSIGN .....	12
3.1.1 <i>Eksplorativt design (utforskende)</i> .....	12
3.1.2 <i>Deskriptivt design (beskrivende)</i> .....	13
3.1.3 <i>Kausalt design (årsak-virkning)</i> .....	13
3.1.4 <i>Valg av design</i> .....	13
3.2 DATAINNSAMLING.....	13
3.3 VALIDITET OG RELIABILITET .....	13
<b>4.0 STRATEGISK ANALYSE</b> .....	<b>14</b>
4.1 INTERN ANALYSE.....	14
4.1.1 <i>Livssyklus</i> .....	14
4.1.2 <i>Ressursanalyse - VRIO</i> .....	15

---

4.2 EKSTERN ANALYSE.....	17
4.2.1 Porters fem krefter .....	17
4.2.2 PESTEL.....	20
4.3 SWOT .....	26
<b>5.0 REGNSKAPSANALYSE .....</b>	<b>27</b>
5.1 LIKVIDITETSANALYSE.....	27
5.1.1 Likviditetsgrad 1.....	28
5.1.2 Likviditetsgrad 2.....	29
5.1.3 Varelagerets omløpshastighet.....	29
5.2 LØNNSOMHETSANALYSE .....	30
5.2.1 Totalkapitalens rentabilitet .....	30
5.2.2 Egenkapitalens rentabilitet etter skatt.....	31
5.2.3 Vekst i inntekter.....	32
5.3 SOLIDITET .....	33
5.3.1 Egenkapitalandel .....	33
5.3.2 Gjeldsgrad.....	34
5.3.3 Arbeidskapital .....	35
5.4 CASH CONVERSION CYCLE .....	36
5.5 UTVIKLING I ÅRSRESULTAT .....	37
5.6 KONKLUSJON AV REGNSKAPSANALYSEN .....	38
<b>6.0 AVKASTNINGSKRAV.....</b>	<b>38</b>
6.1 KAPITALVERDIMODELLEN .....	38
6.1.1 Risikofri rente .....	39
6.1.2 Risikopremie for markedet .....	39
6.1.3 Beta .....	40
6.2 INTEGRERT RISIKOANALYSE.....	40
6.2.1 Beregning av avkastningskrav ved integrert risikoanalyse.....	42
6.3 LIKVIDITETSPREMIE .....	43
6.4 BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV VED HJELP AV KAPITALVERDIMODELLEN.....	43
6.5 AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN .....	43
<b>7.0 PROGNOTISERING .....</b>	<b>44</b>
7.1 SALGSINNTEKTER.....	45
7.1.1 Pris.....	45
7.1.2 Mengde.....	46
7.2 ANDRE DRIFTSINNTEKTER .....	48
7.3 VAREKOSTNADER.....	48

---

---

7.4 LØNNKOSTNADER.....	49
7.5 ANDRE DRIFTSKOSTNADER .....	49
7.6 INVESTERINGER.....	49
7.6.1 Grunninvesteringer .....	49
7.6.2 Vekstinvestering.....	50
7.7 AVSKRIVNINGER .....	50
7.8 ENDRING I ARBEIDSKAPITAL.....	50
7.8.1 Endring i kundefordringer .....	50
7.8.2 Endring i leverandørgjeld.....	51
7.8.3 Endring i varelager .....	51
7.9 SKATT .....	51
7.10 VALUTAKURSER .....	51
<b>8.0 VERDSETTELSE.....</b>	<b>52</b>
<b>9.0 FØLSOMHETSANALYSE .....</b>	<b>53</b>
9.1 SCENARIO 1 – 10% NEDGANG I EUROKURS .....	53
9.2 SCENARIO 2 –10% OPPGANG I EUROKURS .....	54
9.3 SCENARIO 3 – 10% NEDGANG I SALGSVOLUM.....	55
9.4 SCENARIO 4 – 10% ØKNING I SALGSVOLUM .....	55
9.5 SCENARIO 5 – BETA = 1.....	56
9.6 SCENARIO 6 – BETA = 1,5.....	57
9.7 OPPSUMMERING AV FØLSOMHETSANALYSE .....	57
9.7.1 Valutakursens påvirkning .....	58
9.7.2 Salgsvolumets påvirkning .....	59
9.7.3 Betas påvirkning.....	60
<b>10.0 KRITIKK TIL OPPGAVEN .....</b>	<b>60</b>
<b>11.0 KONKLUSJON .....</b>	<b>62</b>
<b>KILDER .....</b>	<b>64</b>
<b>VEDLEGG.....</b>	<b>69</b>
VEDLEGG 1.....	69
VEDLEGG 2.....	71
VEDLEGG 3.....	74
VEDLEGG 4.....	74
VEDLEGG 5.....	75
VEDLEGG 6.....	75
VEDLEGG 7.....	75
VEDLEGG 8.....	76

---

---

VEDLEGG 9.....	76
VEDLEGG 10.....	77
VEDLEGG 11.....	79

---

## Sammendrag

Dette er en verdsettelsesoppgave av bedriften HitraMat AS. De har lange tradisjoner innen handel og har drevet med blant annet fiskehandel helt siden 1700-tallet. Vi valgte HitraMat ettersom vi ønsket å skrive om en bedrift innen sjømatsektoren, da dette er en viktig bidragsyter for den norske økonomien. Problemstillingen vi har valgt for vår oppgave er: ”*Hva er verdien av HitraMat AS for eierne som et going concern?*”

For å løse denne oppgaven har vi gjennomført en strategisk analyse, hvor de eksterne og interne faktorene har vært med på å påvirke de prognosene vi har gjort for den fremtidige veksten. I denne analysen så vi at en av de viktigste styrkene til HitraMat er det moderne produksjonsutstyret, mens en av svakhetene deres er den lave kjennskapen til produktet krabbe i det norske markedet. De har gode muligheter for vekst i bransjen og det er mangelen på fiskere som vi anser som den største trusselen. Vi har også gjennomført en regnskapsanalyse, og sett på hvordan utviklingen har vært. Dette har også vært med på å estimere den fremtidige kontantstrømmen. År 2012 satte vi som år null og vi estimerte en kontantstrøm fem år frem i tid.

I denne oppgaven har vi sett på ulike metoder og teorier for hvordan man best kan gjennomføre en verdsettelse. I vår verdsettelse fant vi det mest fornuftig å bruke den frie kontantstrømmen til totalkapitalen. Dette med bakgrunn i at FCFF-modellen tar hensyn til kontantstrømmen for både eiere og kreditorer, og det er den mest brukte verdsettelsesmodellen i praksis. Vi har brukt integrert risikoanalyse i vår oppgave, og den har gitt oss et avkastningskrav på 12,80% etter skatt. Avkastningskravet til totalkapitalen beregnet vi til å være 7,38%. Det er denne verdien vi har brukt som neddiskonteringsfaktor ved nåverdiberegningen.

Den frie kontantstrømmen til totalkapitalen gav oss en selskapsverdi på 77 471 313 og en verdi på egenkapitalen lik 27 860 779. Vi har også gjennomført seks scenarioanalyser som gav selskapsverdier i intervallet 66,4 – 92,7 MNOK og verdi på egenkapitalen i intervallet 16,8 – 43,1 MNOK.

## 1.0 Innledning

*Every asset, financial as well as real, has a value. The key to successfully investing in and managing these assets lies in understanding not only what the value is, but the sources of the value.*

*Aswath Damodaran*

I denne oppgaven har vi gjort en verdsettelse av HitraMat AS. Valg av selskap falt på HitraMat fordi vi ønsket å velge en bedrift som er en del av sjømatsektoren, som i likhet med oljesektoren er en viktig drivkraft i norsk økonomi. Siden Norge er verdens nest største eksportør av fisk og sjømat vil det også være interessant å velge et selskap innen denne sektoren.

Vi har hatt løpende kontakt med bedriften via flere intervjuer, e-post og telefon. Når vi skriver ”i følge bedriften” eller ”i følge daglig leder” henviser vi til disse møtene og e-postene med bedriften.

For å løse denne oppgaven har vi valgt denne problemstillingen:

*Hva er verdien av HitraMat AS for eierne som et going concern?*

### **1.1 Avgrensninger og forutsetninger**

Avgrensninger vi har satt for denne oppgaven er:

- Av eksportmarkedene til HitraMat vil vårt hovedfokus være på Frankrike som er det største markedet.
- Vi vil kun fokusere på morselskapet HitraMat AS.
- Alle transaksjoner i eksporten foregår i EUR.

Forutsetninger for oppgaven:

- Inflasjonsnivået i fremtiden tilsvarer dagens inflasjon på 2,5 prosent.
- Videre drift.



## *1.2 Historie*

HitraMat har lange tradisjoner innen handel. Starten til dagens HitraMat AS er et gammelt handelssted på Ansnes, hvor de har drevet med fiskehandel og andre lignende varer helt siden 1700-tallet. I 1905 kom Sivert Fjeldvær fra Fjellværsøya og drev et fiskemottak og handel med fisk. I 30-årene begynte Anton Fjeldvær å ta imot og koke krabbe før han solgte den til avtakere i Trondheim, krabben ble en handelsvare. Eksporten av levende krabbe med sjøfly ble en suksess i Sverige på 50-tallet.

Antons sønn, Sivert Fjeldvær, startet opp bedriften HitraMat på ei brygge på Ansnes og all produksjonen foregikk for hånd. Etter hvert ble produksjonen mer automatisert, men de klarte likevel å beholde den gode kvaliteten til Hitra-merket. I 1988 ble "Hitraball" kåret til Sør-Trøndelags nasjonalrett. Krabbesesongen var enda kort og varte kun fra 10. september og et par måneder fremover.

Anton Fjeldvær er tredje generasjon innen sjømat og er daglig leder for HitraMat AS. På 90-tallet begynte han produksjonen av taskekrabben fra Trøndelags-kysten og den regnes for å være bærebjelken for HitraMat i fremtiden.

HitraMat AS startet i 2002 opp i nye og moderne lokaler på Hitra Fiskerihavn og er per i dag Europas mest moderne fabrikk innen taskekrabbe. I 2003 gikk bedriften konkurs, men allerede i 2004 startet de opp igjen på nytt, da flere aktører hadde stor tro på HitraMat (HitraMat 2013a).

I 2008 opplevde HitraMat en kraftig nedgang i salgsinntekter. Bedriften forteller at det i 2007 var rekordfiske av krabbe og lageret ble fylt opp, noe som førte til at markedet ble mettet opp. Tilbudet ble større enn etterspørselen. I tillegg kom finanskrisen som påvirket etterspørselen av krabbe.

I 2011 kjøpte de også opp konkurrenten Åkra sjømat AS og i 2012 kjøpte de Titran Canning. Per dags dato er HitraMat markedsleder i det norske markedet.

### 1.3 Bransjebeskrivelse og marked

#### 1.3.1 Det norske krabbemarkedet

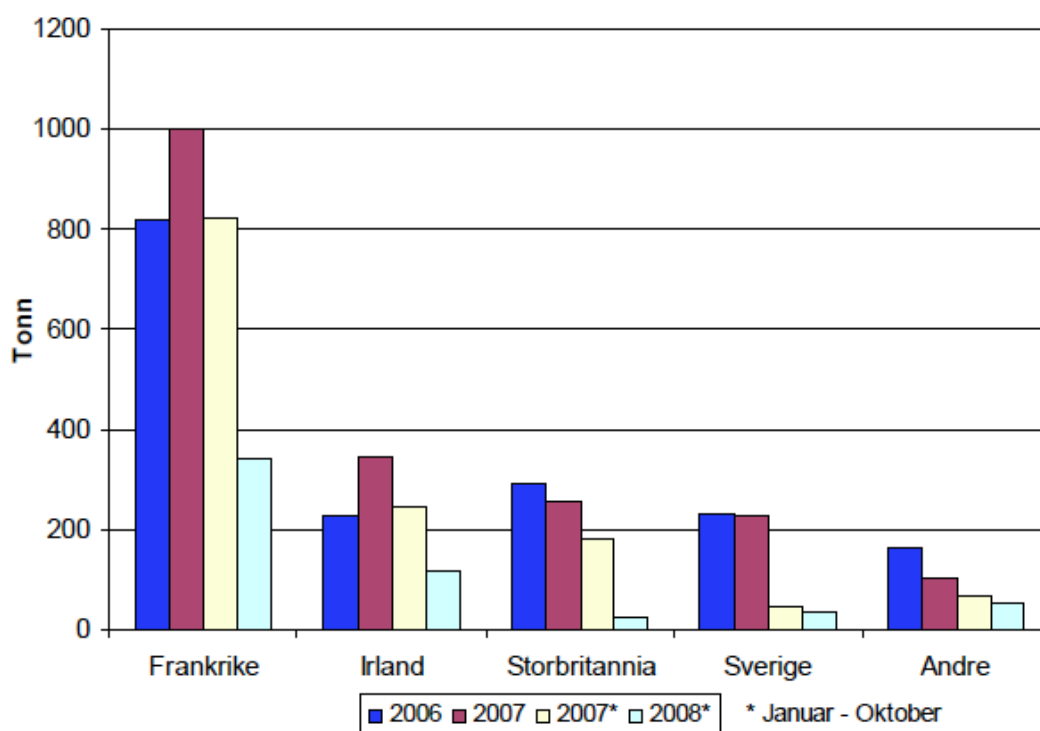
Fra år 2000 til 2007 har fangsten av krabbe i Norge hatt en gjennomsnittlig vekst på 18% hvert år (INAQ Management 2008, 6). Tallene under er hentet fra Statistisk Sentralbyrå, og viser den prosentvise endringen i fangsten fra år til år (Statistisk Sentralbyrå 2012b):

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt 2000-2007	Snitt 2000-2011
Endring i %		0,20	0,25	0,14	0,06	0,08	0,09	0,37	-0,38	-0,06	0,16	-0,08	0,17	0,08

I 2007 klarte imidlertid ikke markedet lengre å ta unna volumet, og det ble en nedgang (INAQ Management 2008, 6).

#### 1.3.2 Norsk eksport av taskekrabbe

Grafen under, som er hentet fra prosjektrapporten ”Analyse av krabbenæringen”, viser den norske eksporten av taskekrabbe.

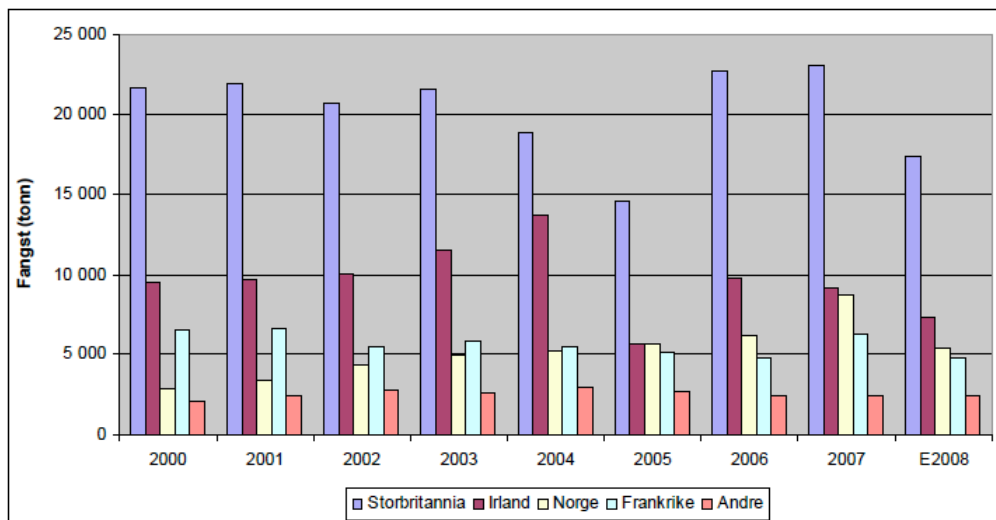


Som grafen viser, er Frankrike Norges største eksportland. Den drastiske nedgangen fra perioden januar-oktober 2007 til januar-oktober 2008 er også tydelig. Denne nedgangen skyldes sannsynligvis i stor grad konjunkturedgang og

reduisert kjøpekraft (INAQ Management 2008, 19). Nyere tall viser at den norske eksporten til Frankrike var på 505 tonn i 2011, og at potensialet for det franske markedet er beregnet til et volum på 800 tonn i 2015 (Norges Sjømatråd 2013c, 12).

### 1.3.3 Det internasjonale krabbemarkedet

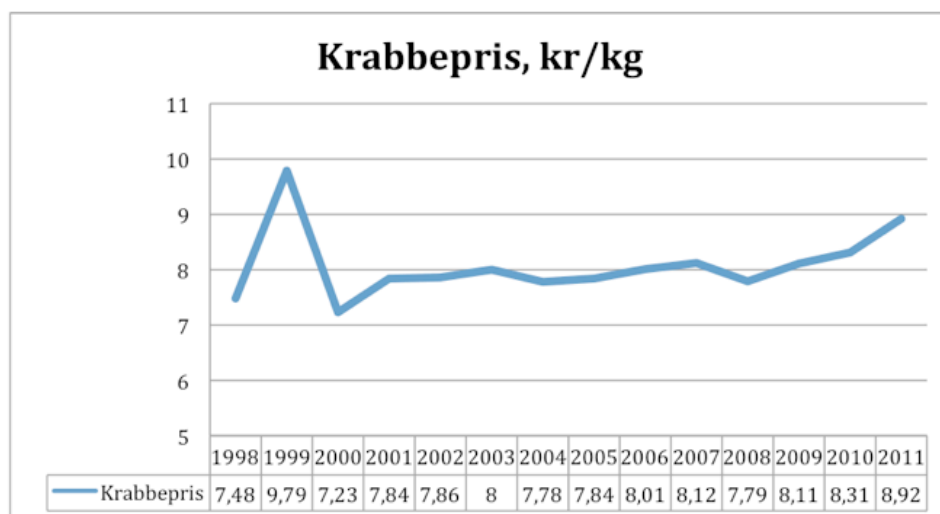
Denne grafen, som er hentet fra prosjektrapporten ”Analyse av krabbenæringen”, viser en oversikt over de største fangstnasjonene av taskekrabbe.



Som grafen viser er Storbritannia den absolutt største fangstnasjonen.

### 1.3.4 Utvikling i krabbepris

Grafen under viser den gjennomsnittlige krabbeprisen ved salg fra fiskere.



(Statistisk Sentralbyrå 2013a)

### ***1.4 Fremtidsplaner***

HitraMat planlegger å utvikle nye produkter og å utvikle sitt produktsortiment. Med dette ønsker de å finne nye produkter som gjør at de kan ha helårsproduksjon, slik at de kan selge ferske varer hele året. Disse planene er fremdeles tidlig i oppstartsfasen, og det er ikke bestemt hvilke produkter de vil satse på, i hvor stor skala og når dette skal skje.

Til våren skal de sette i gang med produksjon av nye varer som skal appellere til målgruppen i alderen +/- 30. Samtidig ønsker de å øke holdbarheten på de produktene de allerede har i produksjon. HitraMat har frem til i dag vært engasjert i flere forskningsarbeid, noe de også skal fortsette med i fremtiden.

## **2.0 Verdsettelsesteori**

Verdien av et selskap vil avhenge av mange ulike faktorer, som hvilken metode man velger, om man legger til grunn et kjøper- eller selgerperspektiv og hvem som utfører verdsettelsen. Verdsettelse er basert på en del antagelser og forutsetninger, noe som fører til at to personer som verdsetter samme selskap uavhengig av hverandre ikke vil komme frem til den samme verdien. Det er med andre ord vanskelig å finne den eksakt rette verdien for et selskap. Det er vanlig å skille mellom inntjenings- og balansebaserte metoder (Boye og Dahl 1997, 4).

### ***2.1 Inntjeningsbasert metode***

Det finnes tre typer inntjeningsbaserte modeller: kontantstrømsbaserte modeller, dividendemodeller og resultatbaserte/multippelbaserte modeller.

#### ***2.1.1 Kontantstrømsbaserte modeller***

I kontantstrømsbaserte modeller utarbeides estimerte fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen eller totalkapitalen. Videre må man neddiskontere disse tallene til verdsettelsestidspunktet ved hjelp av et avkastningskrav. Alle eiere i et selskap/virksomhet forventer en kontanttilførsel i fremtiden. Den kan for eksempel være i form av utbytte, aksjeutbytte, gasjering eller frynsegoder (Boye og Dahl 1997, 23). Når man benytter den kontantstrømsbaserte modellen er det vanlig å utarbeide budsjetter for 5-10 år (Dahl 2011, 5).

Fri kontantstrømmodellen er den mest brukte verdsettelsesmodellen i praksis.

Man beregner nåverdien av fri kontantstrøm på firmaets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad, som blander firmaets kostnader av gjeld og egenkapital (Soffer og Soffer 2003, 135). Det er vanlig å skille mellom følgende to metoder: fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE) og fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF).

#### *Egenkapitalmetoden*

Fri kontantstrøm til egenkapitalen viser kontantstrømmen etter at de finansielle postene er trukket fra og den neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen, eiernes avkastningskrav, hvert år. Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes slik (Boye 2008a, 130):

$$r_e = r_f \times S^* + \beta_e \times [E(r_m) - r_f \times S^*]$$

Hvor:

$r_f$  = Risikofri rente

$S^*$  = Skattesatsen

$E(r_m) - r_f \times S^*$  = Risikopremie for markedet etter skatt

$\beta_e$  = egenkapitalbetaen

Kontantoverskuddene til en bedrift beregnes normalt på årsbasis, år for år i en viss periode. Egenkapitalens kontantoverskudd står for *utbyttepotensialet* og verdien kan bli den samme selv med en annen utvikling i kontantoverskuddet (Boye 2008a, 124-129).

Fri kontantstrøm til egenkapitalen kan beregnes slik (Boye og Dahl 1997, 25):

<b>Resultat etter skatt</b>
+ Avskrivninger
- Investeringer
- Økning omløpsmidler
+ Økning rentefri gjeld
+ Økning rentebærende gjeld
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>

*Totalkapitalmetoden*

Fri kontantstrøm til totalkapitalen er den mest brukte og vanligste modellen. Den eneste forskjellen mellom denne metoden og egenkapitalmetoden er at man her tar utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt fremfor resultatet etter skatt, i tillegg til at vi her ser bort i fra rentebærende gjeld. De kontantoverskuddene som beregnes skal betjene egenkapitalen og den rentebærende gjelden. Disse skal man ta hensyn til når man skal beregne vektene i avkastningskravet til totalkapitalen (Boye 2008a, 136-137). Avkastningskravet, WACC, som legges til grunn ved neddiskontering er veid og tar med dette hensyn til eiernes og kreditorenes ulike avkastningskrav. Den kan beregnes slik (Boye 2008a, 138):

$$WACC = K_E \times W_E + K_G \times (1-skatt) \times W_G$$

Hvor:

$K_E$  = Avkastningskravet til egenkapitalen

$W_E$  = Egenkapitalandelen

$K_G$  = Gjennomsnittlig lånerente

$W_G$  = Gjeldsandelen

Fri kontantstrøm til totalkapitalen kan beregnes slik (Boye og Dahl 1997, 27):

<b>Driftsresultat</b>
- Skatt
+ Avskrivninger
- Investeringer
- Økning omløpsmidler
+ Økning rentefri gjeld
<b>= Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>

Med de kontantstrømsbaserte modellene er det vanlig å beregne budsjetter for 5-10 år (Dahl 2011, 5).

*Terminalverdi*

Siden man ikke kan beregne verdien for et selskap i all fremtid, avslutter man estimeringen ved et punkt for så å beregne terminalverdien (Damodaran 2012, 304). De mest vanlige modellene ved beregning av terminalverdien er konstantvekst-modellen, også kalt Gordons formel, resultatmodell og bokført verdi for verdistørrelsen ved utløpet av budsjettperioden (Boye og Dahl 1997, 28). I vår

---

oppgave fant vi det mest hensiktsmessig å benytte Gordons formel. Den kan uttrykkes slik:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Hvor  $D_1$  er kontantstrømmen fra slutten av estimeringsperioden,  $k$  er avkastningskravet og  $g$  er den evige vekstraten.

Ofte benyttes inflasjonen som den evige vekstraten fordi evig vekst er en forutsetning, og den evige veksten kan ikke være større enn den generelle veksten i økonomien (Damodaran 2012, 46)

### 2.1.2 Dividendemodeller

Dividendemodeller viser en aksjes verdi basert på aksjonærenes utbytte og brukes derfor som oftest når mye av resultatet deles ut som utbytte til aksjonærene. Dette gjør disse modellene veldig vanlige i USA, mens de sjeldent blir tatt i bruk til verdsettelse her i Norge, da det ikke er så vanlig at store deler av resultatet deles ut til aksjonærene. Modellene blir imidlertid noe oftere benyttet i bank og finanssektoren. Verdien av en aksje/egenkapitalen beregnes etter modellen slik (Boye og Dahl 1997, 20):

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

Hvor:

$P_0$  = Verdien av en aksje/verdien av selskapets egenkapital

$D_t$  = Forventet dividende (per aksje) i år  $t$

$t$  = Antall år

$k$  = Avkastningskravet

Da det er sjeldent at man prognostiserer dividenden i overskuelig fremtid, er det vanlig at man forenkler denne modellen noe. Man forutsetter i denne forenklete modellen at verdien øker med samme prosentsats i all fremtid. Vi kan finne denne verdien slik (Boye og Dahl 1997, 20):

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

---

hvor  $g$  er en evig vekstfaktor.

Normalt forutsetter dividendemodeller at den finansielle risikoen er fast (Boye og Dahl 1997, 23).

### *2.1.3 Resultatbaserte modeller*

Resultatmodellene er ikke like nøyaktige som de andre modellene, og man forutsetter at resultatene som kapitaliseres er noe likt de fremtidige kontantstrømmene. Det finnes tre typer resultatbaserte modeller: normalresultatmodellen, P/E-metoden og price/"cash-flow"-metoden (Boye og Dahl 1997, 29).

#### *Normalresultatmodellen*

Dette er en mye brukt modell i praksis og den bygger først og fremst på regnskaper. Med denne modellen beregner man et antatt normalt resultat for bedriftens fremtid basert på blant annet ressurser. Formålet med denne modellen er å "normalisere" resultatet slik at man får et mest mulig korrekt bilde av bedriftens situasjon. Med denne metoden er man nødt til å estimere følgende punkter (Boye og Dahl 1997, 29):

- Fremtidig antatt normalresultat
- Avkastningskravet
- Fremtidig realvekst i normalresultatet
- Tidshorisont for kapitalisering
- Evt. restverdi ved slutten av tidshorisonen

#### *P/E-metoden*

Price/Earnings-metoden er den vanligste multiplikatormodellen og tar for seg forholdet mellom aksjens kursverdi (P) og et resultatbegrep (E). Dette forholdstallet varierer med ulike bransjer og bedrifter. Denne modellen er en relativ verdsettelse og brukes ofte i sammenligninger mellom børsnoterte selskaper som driver noenlunde lik virksomhet. Beregningen av verdien med denne modellen er relativt enkel, og beregnes slik (Boye og Dahl 1997, 34-35):

$$\text{Verdi} = (\text{resultat før ekstraordinære poster} - \text{skatt}) * P/E\text{-faktor}$$



### *Price/”Cash-Flow”-metoden*

*”Denne metoden baseres på et nøkkeltall som knytter prisen til selskapets kontantstrøm i stedet for resultatet”. (Boye og Dahl 1997, 35)*

Kontantstrømmen beregnes slik:

Resultat før ekstraordinære poster

- Skatt

+ Avskrivninger

= Kontantstrøm

Nøkkeltallet beregnes ved at man setter børskurs i forhold til kontantstrømmen.

Dette forholdet er lavere enn P/E (Boye og Dahl 1997, 36).

## **2.2 Balansebaserte modeller**

Balansebaserte modeller tar utgangspunkt i å verdsette selskapets eiendeler etter å ha trukket fra gjeld og eventuelt utsatt skatt dersom det er relevant. Man skiller mellom tre ulike modeller: matematisk verdi, substansverdi og likvidasjonsverdi (Boye og Dahl 1997, 12).

### *2.2.1 Matematisk verdi*

Blir ofte brukt i forkjøpsrettsbestemmelser i vedtekter og aksjonæravtaler. Denne metoden gir uttrykk for en regnskapsmessig verdi av et selskaps egenkapital og den trekker fra 28% utsatt skatt på netto positive midlertidige forskjeller (Boye og Dahl 1997, 12-13).

### *2.2.2 Substansverdi*

Denne metoden er definert som *”markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkludert latent skattegjeld når dette er relevant”* (Boye og Dahl 1997, 13).

Markedsverdier erstattes ofte med gjenanskaffelsesverdier for eiendeler justert for elde og annen verdiforringelse, i tilfeller hvor det ikke finnes marked for et foretaks eiendeler. Likevel er det mye mer meningsfullt å verdsette på

markedsverdi fremfor gjenanskaffelsesverdier. Denne metoden kan med fordel brukes i tilfeller hvor eiendelene kan selges uavhengig av selve bedriften eller at eiendelenes verdi er uavhengig av bedriftens eksistens (Boye og Dahl 1997, 13).

### 2.2.3 Likvidasjonsverdi

Denne modellen tar også utgangspunkt i bokført egenkapital, men den må justeres for avviket mellom bokførte og realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld. Dersom man avviker en bedrift vil denne modellen finne det teoretisk laveste beløpet en eier kan sitte igjen med. Dersom det er likvidasjon som innebærer forsert salg, kommer det i de fleste tilfeller ekstra rabatt til kjøper ved kjøp av eiendeler, det forekommer også en del kostnader under beregninger av likvidasjon. Slik beregner man gevinst eller tap ved likvidasjonsberegning (Boye og Dahl 1997, 19):

Anskaffelseskost for aksjer
+ Regulering av inngangsverdien med skattlagt kapital (RISK) (Inkluderer gevinst på realisasjoner i likvidasjonsåret minus skatt på selskapets hånd)
= <b>Beregnet inngangsverdi for aksjer</b>
- Utbetaling ved likvidasjon
= <b>Skattepliktig/fradragsberettiget gevinst/tap</b>

### 2.3 Valg av metode

Den balansebaserte metoden egner seg for selskaper der mye av verdien ligger i eiendelene. Vi har vurdert det slik at hovedtyngden av HitraMats verdi ligger i fremtidige kontantstrømmer, og ikke i eiendelene. Dette er blant annet fordi storparten av produksjonsutstyret er spesialtilpasset til krabbeproduksjon, og kan derfor være vanskelig å omsette. Likvidasjonsverdimodellen vil vi ikke benytte, i og med at vi verdsetter HitraMat som et going concern, og videre drift er derfor en forutsetning for oppgaven. I vår oppgave har vi derfor valgt å bruke den inntjeningsbaserte metoden. Dividendemodellene er ikke så attraktive for vår verdsettelse da disse først og fremst brukes ved utbetaling til aksjonærene og er meget sjeldne her i Norge. Resultatmodellene er ikke like nøyaktige som de frie

kontantstrømsmodellene, og vi velger derfor å benytte oss av fri kontantstrømsmodellene. Denne modellen er også mest teoretisk riktig fordi de andre modellene inneholder en del forenklinger.

Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF) tar hensyn til kontantstrøm for både eiere og kreditorer, mens fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE) kun tar for seg kontantstrømmen til eierne. FCFE-modellens avkastningskrav tar dermed kun hensyn til eiernes risiko. Etersom HitraMat er delvis gjeldsfinansiert, finner vi det mest hensiktsmessig å bruke FCFF-modellen i vår verdsettelse. I tillegg er FCFF den mest brukte verdsettelsesmodellen i praksis.

### **3.0 Metode**

En metode er en planmessig fremgangsmåte. Hvilken situasjon man er i, mål og ressurser påvirker hvilken type metode man bør bruke. Når man velger metode i ulike situasjoner må man ta noen antakelser. Man må basere seg på antakelser på hvordan en verden ser ut (ontologi) og om hvordan man skaffer seg kunnskap om denne verdenen (epistemologi). Det er med dette man kan avgjøre best fremgangsmåte i en gitt situasjon (metodologi) (Gripsrud et al. 2011, 13). Vi må være veldig kritiske til kildebruk og hente inn mest mulig korrekt informasjon for å løse vår problemstilling best mulig.

#### ***3.1 Undersøkellesdesign***

Vi skiller mellom eksplorativt, deskriptivt og kausalt undersøkelsesdesign.

##### ***3.1.1 Eksplorativt design (utforskende)***

Man bruker ofte eksplorativt undersøkelsesdesign i starten av oppgaven/undersøkelsen. Her brukes sekundærdata og dybdeintervju når man har liten innsikt i eller forståelse av et emne man ønsker å undersøke. Målet med undersøkelsesmetoden er å øke denne forståelsen (Gripsrud et al. 2011, 39-41). I vår oppgave kan vi bruke dette designet til å hente informasjon om verdsettelse, samt sekundærdata om regnskap, marked og lignende.

### *3.1.2 Deskriptivt design (beskrivende)*

Deskriptivt undersøkelsesdesign oppstår når det foreligger en grunnleggende forståelse av det aktuelle temaet. Dette er en formell og strukturert prosess og det er ikke nødvendig med noen form for primærdata. Det er heller ikke grunnlag for å påstå at det er en kausal sammenheng mellom funnene, men det kan være en samvariasjon (Gripsrud et al. 2011, 41-45). Det er disse samvariasjonene vi ønsker å finne for å best kunne verdsette HitraMat.

### *3.1.3 Kausalt design (årsak-virkning)*

Det kausale undersøkelsesdesignet brukes for å undersøke mulige årsaksforklaringer, og man bruker en form for eksperiment. Hensikten med dette eksperimentet er å manipulere de uavhengige variablene for å se om de har noen som helst effekt på den avhengige variabelen (Gripsrud et al. 2011, 45-49).

### *3.1.4 Valg av design*

Det finnes tre faktorer for å velge riktig design: erfaring, teori og ambisjonsnivå. Det er vanlig å velge eksplorativt når man har liten erfaring innenfor området. Det kan være aktuelt å gå videre til en deskriptiv eller kausal undersøkelse etterpå (Gripsrud et al. 2011, 49-52). Det var dette vi valgte å gjøre for å løse denne oppgaven. Vi hadde tidlig et dybdeintervju med daglig leder og vi hentet inn informasjon for å styrke vår kunnskap om krabbe og verdsettelse. Videre har vi brukt denne tilegnede kunnskapen til å finne en sammenheng, som for eksempel mellom pris og solgt mengde. Vi vil også finne de faktorene som kan påvirke fremtiden til bedriften.

## **3.2 Datainnsamling**

Vi har tenkt å bruke både sekundær- og primærdata for å best mulig løse vår oppgave. Rapporter, intervjuer, interne dokumenter, regnskap, hjemmeside, pensumlitteratur og annen relevant litteratur er alle metoder vi skal bruke.

## **3.3 Validitet og reliabilitet**

Det er veldig viktig å vurdere kvaliteten på en undersøkelse, og til dette benytter vi begrepene reliabilitet (pålitelighet) og validitet (gyldighet). Det trenger ikke å

være noen sammenheng i at en undersøkelse med høy reliabilitet har høy validitet og omvendt, men en undersøkelse med god kvalitet har både høy validitet og høy reliabilitet (Gripsrud et al. 2011, 51).

Validitet forteller oss hvor godt vi måler det vi har til hensikt å måle (Gripsrud et al. 2011, 51). Validiteten kan variere ut ifra hva som er formålet med undersøkelsen.

Reliabilitet sier noe om vi kan stole på resultatene man får. For at reliabiliteten skal være høy, må undersøkelsen være etterprøvbart og da gi de samme resultatene. Graden av tilfeldighet bør være lav (Gripsrud et al. 2011, 52).

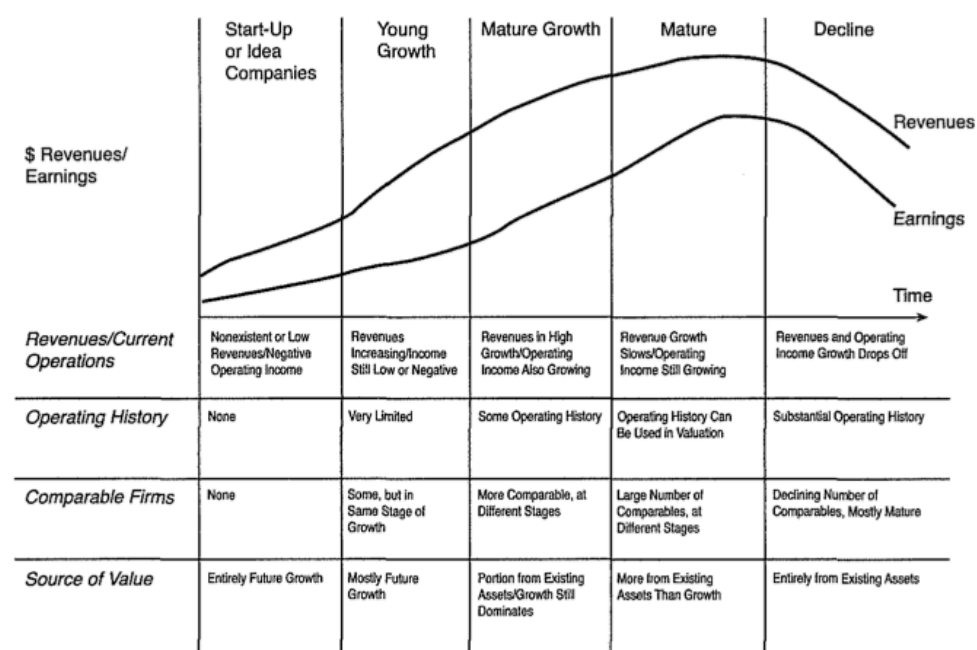
## 4.0 Strategisk analyse

For å få et best mulig grunnlag for å prognostisere den økonomiske utviklingen til HitraMat i fremtiden, vil vi gjennomføre en strategisk analyse. Her benytter vi oss av intern og ekstern analyse for å kartlegge hvilke faktorer i og utenfor bedriften som kan påvirke fremtiden, og hvilke effekter dette kan gi.

### 4.1 Intern analyse

I den interne analysen vil vi drøfte betydningen av bedriftens ressurser.

#### 4.1.1 Livssyklus



---

I hvilken fase et firma befinner seg i livssyklusen er med på å påvirke hvilken vekst man forventer i fremtiden. Grafen over viser de ulike fasene (Damodaran 2010, 8).

Ut i fra denne grafen vil vi vurdere HitraMat til å befinne seg et sted mellom ”ung vekst-fasen” – young growth og ”moden vekst-fasen” – mature growth. Firmaet har som tidligere nevnt planer om å utvide produksjonen, dette er noe av grunnen til at vi velger å plassere dem i ”ung vekst-fasen”. Samtidig har de noen års erfaring, og har varierende vekst i inntekter, noe som er grunnen til at vi plasserer dem i ”moden vekst-fasen”.

#### *4.1.2 Ressursanalyse - VRIO*

##### *Ressursbase*

HitraMat eier lokalene sine selv. Dette er nye og moderne lokaler.

Produksjonsutstyret er også selveid. Dette har en avskrivningstakt på rundt 5-6 år.

Dette utstyret er spesialtilpasset krabbeproduksjon, i tillegg til at HitraMat har flere egne spesialløsninger.

##### *Langvarige ansettelsesforhold og ansattes kompetanse*

Flere av de som er fast ansatt har lang erfaring ved bedriften.

Siden HitraMat kun har produksjon i krabbesesongen, så innhenter bedriften flere deltidsansatte som bare jobber 3-6 måneder. I følge bedriften kommer 70% av disse tilbake år etter år.

##### *Rennomé i markedet*

I følge en rapport fra Norges Sjømatråd er taskekrabbe et lite kjent produkt for folk flest. Dette er hovedutfordringen i forhold til økt omsetning (Norges Sjømatråd 2013c, 22).

##### *Individuelle eller kollektive ressurser*

Her er det mange kollektive ressurser, i og med at produksjonsutstyret er spesialtilpasset og verdifullt. Fabrikklokalene er en veldig viktig ressurs. Av individuelle ressurser er de ansattes kompetanse den viktigste.

*Analyse av konkurransefortrinn*

Ressurs	Verdifull?	Unik?	Vanskelig å kopiere?	Organisert?	Implikasjon for konkurransefortrinn	Påvirkning på avkastning	Styrke eller svakhet
Lokale	Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig fordel	Normal	Styrke
Produksjonsutstyr	Ja	Ja	Nei, men kostbart	Ja	Midlertidig fordel	Over normal	Styrke
Ansattes kompetanse	Ja	Nei	Nei, men tidkrevende	Ja	Paritet	Normal	Styrke
Renommé	Nei	Nei	Nei	Nei	Ulempe	Under normal	Svakhet

*Verdifull*

Vi vil anse produksjonsutstyret og lokalet som de mest verdifulle ressursene til HitraMat. De moderne lokalene ligger like ved fangstfeltene, noe som innebærer at krabben kan leveres raskt til produksjonen. Kunnskapen og kompetansen som de nøkkellansatte har er verdifull for bedriften.

*Unik*

En stor del av produksjonsutstyret er unikt fordi det er spesialtilpasset produksjonen til HitraMat.

*Vanskelig å kopiere*

HitraMat sitter på mye kunnskap og erfaring med krabbeproduksjon. Daglig leder har over 30 års erfaring innen krabbehandling. Flere av de ansatte har også lang erfaring og relevant utdanning. Produksjonsutstyret er vanskelig å kopiere i den grad det er spesialtilpasset HitraMat. Det krever et stort innkjøp av spesialtilpasset produksjonsutstyr for å kunne oppnå en sammenlignbar produksjonslinje med tanke på effektivitet.

*Organisert*

Ressursbasen til HitraMat er i stor grad organisert på en måte som utnytter ressursene godt. Produksjonslinjen er et godt eksempel på dette, som er organisert på en mest mulig effektiv og hensiktsmessig måte. Dette er nødvendig for å oppnå et best mulig økonomisk resultat i en bransje der en foredler et råstoff med mye svinn og relativt lave marginer. Det er lav kapasitetsutnyttelse på produksjonsutstyret, mye av dette skyldes at bedriften bare har halvårsproduksjon. I tillegg har bedriften kapasitet til å ta i mot om lag dobbelt så mye råstoff i

---

sesongen som det de har gjort de siste årene. Det er ønskelig for bedriften å ta i mot mer, men det er mangel på fiskere som vil fiske etter taskekrabbe. Dette er også med til å bidra til lav kapasitetsutnyttelse på produksjonsutstyret.

## *4.2 Ekstern analyse*

### *4.2.1 Porters fem krefter*

En viktig del av den eksterne analyse er en analyse av konkurransearenaen. Her benytter vi oss av den kjente analysen ”Porters fem krefter”. Aktørene på bedriftens konkurransearena består av konkurrenter, inntrengere, substitutter, kunder og leverandører (Løwendahl og Wenstøp 2012, 197). HitraMats konkurransearena er markedet for krabbe. Dette er en konkurransearena som i årene frem mot 2007 har vært i stor vekst (INAQ Management 2008, 4), men som har gått ned igjen de siste årene, spesielt grunnet nedgang i eksporten (INAQ Management 2008, 17).

### *Konkurrenter*

En analyse av HitraMats konkurrenter gir et innblikk i hvordan konkurranseintensiteten på konkurransearenaen er (Løwendahl og Wenstøp 2012, 202). Krabbe er sesongvare i Norge. Dette gir konkurrenter fra utlandet en stor fordel i de periodene krabben ikke er i sesong i Norge. I tillegg har vi et høyt lønnsnivå i Norge som fører til at utenlandske konkurrenter med billigere arbeidskraft kan tilby billigere krabbe. Dette gjør det vanskelig for norske aktører som HitraMat å konkurrere på pris. Trusselen fra de utenlandske konkurrentene er i all hovedsak rettet mot HitraMats eksportmarked, som utgjør en andel på om lag 40% av salget. Vi anser derimot ikke de utenlandske konkurrentene til å være en betydelig trussel til HitraMats andel av det norske markedet.

Vi vil anse trusselen fra de utenlandske konkurrentene til å være høy.

HitraMat er markedsleder ved foredling av krabbe i Norge. De norske konkurrentene til HitraMat er i hovedsak små aktører, slik som Emberland AS, Sigurd Løkeland AS, Rennesøy Krabbe AS, Rørvik Fisk AS og Fosenskalldyr AS. Hver av disse aktørene har relativt små markedsandeler og har ikke kapasitet til å



---

produsere like mye som HitraMat. Dette er en fordel for HitraMat i og med at de står såpass sterkt i det norske markedet.

Vi vil anse trusselen fra de norske konkurrentene til å være liten.

### *Inntrengere*

En inntrengeranalyse viser hvor enkelt det er for nye aktører å etablere seg på markedet. I et marked med høye inngangsbarrierer er det vanskeligere for nye aktører å etablere seg enn i markeder med lave inngangsbarrierer (Løwendahl og Wenstøp 2012, 206). De mest aktuelle inngangsbarrierene for dette markedet er kapitalinvesteringer og tilgang til distribusjonskanaler.

Kapitalinvesteringer er en viktig inngangsbarriere fordi krabbeproduksjonen krever mye utstyr for å være effektiv. Dette produksjonsutstyret må i stor grad spesialtilpasses til krabbeproduksjonen.

Tilgang til distribusjonskanaler er en annen viktig inngangsbarriere. For å få solgt sine produkter er det vesentlig å være godt representert i distribusjonen. Det kan være vanskelig for nye aktører å få innpass hos de store dagligvarekjedene.

Vi vil anse trusselen fra inntrengere til å være liten.

### *Substitutter*

Substitutter er andre type produkter som kan dekke de samme behovene på en annen måte for kundene. En analyse av substituttene viser i hvor stor grad kundene kan dekke sine behov fra produkter fra aktører utenfor konkurransearenaen (Løwendahl og Wenstøp 2012, 210). Substitutter til krabbe kan være andre skalldyr- og sjømatprodukter. Dette kan være reker, hummer, kamskjell og lignende. Siden krabbe er sesongvare har den en begrenset tid som ferskvare. Dette gir substituttene en fordel.

Vi vil anse trusselen fra substitutter til å være middels.

*Leverandører*

HitraMat kjøper inn krabber fra ca. 120 fiskere i krabbesesongen. Hvert år blir det forhandlet frem en pris på taskekrabbe mellom Norges Råfisklag, som representerer fiskerne, og produsentene på den andre siden. Utfordringen er at HitraMat er avhengig av at prisen blir høy nok til at det er attraktivt for fiskerne å fiske krabbe, samtidig som den ikke blir så høy at de mister kunder. I og med at fiskerne står fritt til å velge å fiske etter andre, og eventuelt mer lønnsomme produkter, er det også viktig at prisen ikke blir for lav. HitraMat opplever sviktende oppslutning rundt krabbefisket, og mangelen på fiskere og dermed råstoff oppleves som en begrensning for bedriftens salgsinntekter. I følge bedriften er det stor etterspørsel i markedet etter krabbe, og de mener at de ville ha fått solgt mer dersom de hadde mottatt mer råstoff fra fiskerne. Slik vi gikk inn på under VRIO-analysen, har bedriften kapasitet til å ta i mot dobbelt så mye råstoff som dagens volum.

Vi vil anse leverandørenes forhandlingsmakt til å være høy.

*Kunder*

Kundegruppen til HitraMat kan deles inn i distributører og sluttkunder.

Distributøren Lerøy leverer HitraMats produkter til Norgesgruppen, og Enghav leverer til ICA, COOP og REMA 1000. Disse to står for om lag 70% av HitraMats norske marked, i følge daglig leder Anton Fjeldvær. HitraMat er den største aktøren på det norske markedet, men dette betyr likevel ikke at det er lett å få innpass for nye produkter.

Vi vil anse distributørenes makt til å være middels til stor.

Sluttkundene kan velge hvilke produkter de ønsker å kjøpe. På denne måten har de en viss makt. Denne makten begrenses noe i et marked med få tilbydere (Løwendahl og Wenstøp 2012, 213). HitraMat er den største aktøren i et marked med relativt få og små aktører.

Vi vil anse sluttkundenes makt til å være liten til middels.

---

#### 4.2.2 PESTEL

En PESTEL-analyse viser en bedrifts makroøkonomiske forhold. Med denne analysen kan vi finne de omgivelsesfaktorene som påvirker HitraMat, både de mest kritiske og de viktigste faktorene nå og i fremtiden. Vi skal se på de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og legale forholdene i denne analysen (Løwendahl og Wenstøp 2012, 230).

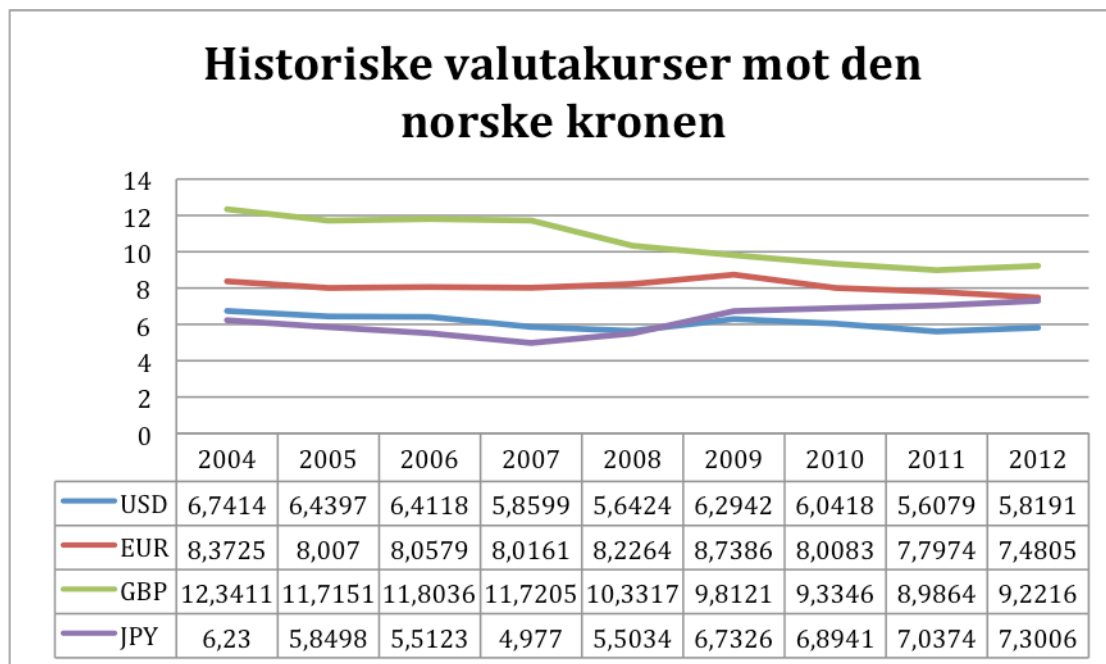
P	E	S
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Toll</li> <li>• Eksportavgift</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fortsatt sterk krone</li> <li>• Høyt lønnsnivå</li> <li>• Svak depresiering av NOK mot EURO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fokus på helse</li> <li>• "Kortreist"-mat trend i UK</li> </ul>
T	E	L
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fangstscanning</li> <li>• Forlenget holdbarhet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Forurensende langtransport</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Matloven §23</li> </ul>

#### *Politiske faktorer*

Som eksportør av sjømat må HitraMat betale en eksportavgift på NOK 15 000 per år. Denne årsavgiften må betales for at Toll- og avgiftsdirektoratet skal åpne bedriften for eksport (Norges Sjømatråd 2013a). I tillegg er det en tollavgift som ved eksport innenfor EU og EØS landene er regulert av Fiskerbrevet, Kompensasjonsavtalen og Protokoll 9 til EØS-avtalen (Norges Sjømatråd 2013b). Endringer i disse tollsatsene vil påvirke bedrifter som eksporterer fisk og sjømat til EU. HitraMat har en eksportandel på om lag 40%, og mesteparten av dette er til EU land.

**Økonomiske faktorer***Valutakurser*

Historiske valutakurser mot den norske kronen:



Tallene i denne tabellen er hentet fra DNB sine nettsider (DNB 2013a).

Fremtidige valutakurser mot den norske kronen:

	Jan. 2013	Jan. 2014	Jan. 2015	Jan. 2016
EURNOK	7,36	7,40	7,60	7,70
USDNOK	5,51	5,41	5,53	5,58
JPYNOK	6,21	5,81	5,82	5,69
GBPNOK	8,87	8,60	8,82	8,93

DNBs valutaprogner viser en fortsatt sterk norsk krone. I følge prognosene vil NOK depresierte noe mot EUR (DNB 2013b, 94).

*Betydningen av en sterk kronkurs*

En sterk kronkurs svekker konkurranseforholdet til HitraMat i det utenlandske markedet ved at HitraMat sine varer vil koste mer for importlandene. Hvis kronkursen blir sterkere, kan konsekvensen bli at det blir mindre eksport for HitraMat. I hjemmemarkedet vil en sterk krone beskytte HitraMat for utenlandske konkurrenter.

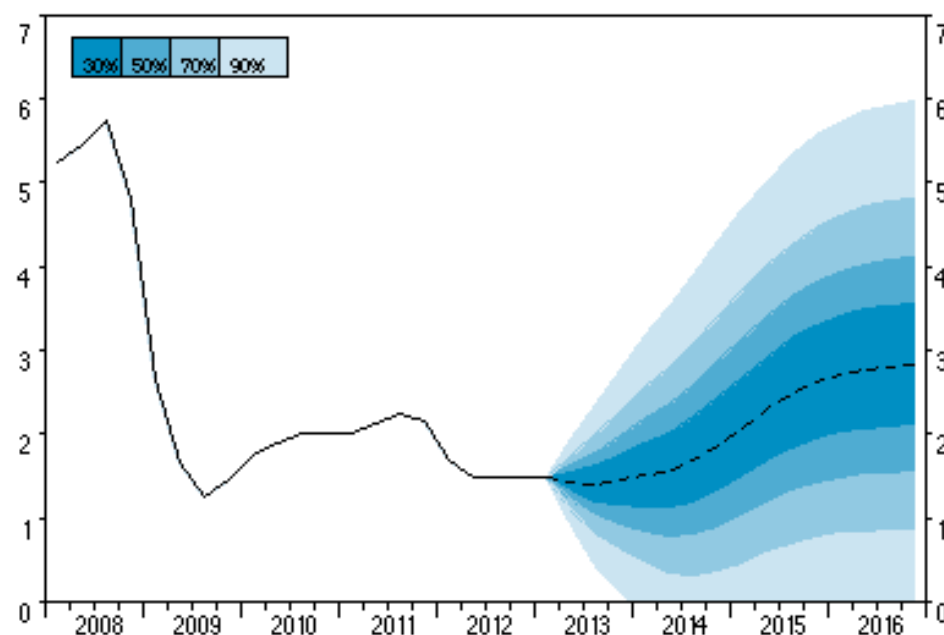
*Utviklingen til eurovalutaen*

Statsgjeldskrisen i eurosonen har vært den viktigste driveren for bevegelsen i valutamarkedet i de siste årene. Markedet er fortsatt preget av noe uro. Ulike tiltak har blitt igangsatt, noe som fører til en svak positiv vekst for euroen. For HitraMat er eurovalutaen en økonomisk faktor som kan påvirke dem. I denne oppgaven forutsetter vi at alle eksportinntektene er i euro, ettersom at de fleste landene de eksporterer til betaler i euro.

I 2012 kom Den europeiske sentralbanken med et nytt tiltak. Tiltaket gikk ut på at de kunne stille til rådighet ubegrenset med korte lån i annenhåndsmarkedet til de gjeldtyngede eurolandene, dersom disse samtidig fikk nødlån fra EUs krisefond. Dette sikret landene fra å bli tvunget ut av eurosonen. Dermed ble valutarisikoen for lån til, og investeringer i, eurosonens periferiland vesentlig redusert (DNB 2013b, 4). Et annet tiltak som kan styrke euroen er EUs budsjettpakt, som går ut på lovfesting av balanserte budsjetter og mer makt til Kommissjonen i budsjettspørsmål (DNB 2013b, 4). Budsjettpakten går ut på at landene som har skrevet under forplikter seg til å ikke overstige 0,5 prosent BNP, og å ikke overstige en lånesaldo på over 60 prosent av BNP (Mohr 2012). Disse tiltak kan gi euroen en svak vekst i årene fremover. EU og Den europeiske sentralbanken viser vilje til å gjøre det som trengs for å få eurosonen og euroen på rett vei.

*Styringsrenten*

Figuren under viser den estimerte fremtidige styringsrenten (Norges Bank 2013a):



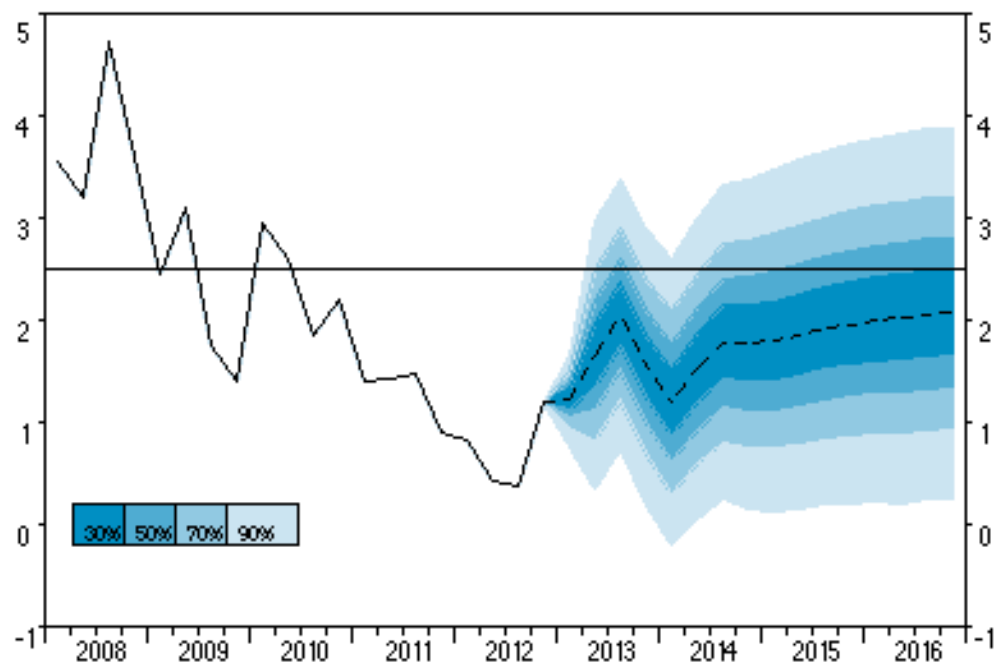
Norges Bank holder stryngsrenten uendret på 1,5% etter sitt styremøte 13.mars i år (Norges Bank 2013c, 8). Styringsrenten er holdt lav på grunn av at prisveksten er lav og rentene ute er svært lave. Den lave renten bidrar til at aktiviteten i norsk økonomi holder seg oppe. Kapasitetsutnyttelsen antas å stige moderat den nærmeste tiden (Norges Bank 2013c, 13).

Bevegelsen på styringsrenten påvirker den lange rentebanen. I følge denne prognosen vil styringsrenten gå opp, og dette vil dermed føre til økte rentekostnader av lånebeløpet til HitraMat i tiden fremover.

### *KPI: Konsumprisindeksen*

#### I Norge

Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Pengepolitikken er innrettet mot at konsumprisene over tid skal vokse med cirka 2,5 prosent årlig. (Norges Bank 2006). Figuren viser utviklingen til konsumprisindeksen som har vært, og hvordan Norges Bank antar at utviklingen blir (Norges Bank 2013b):



Grafen viser at til tross for god vekst i norsk økonomi og stigende kapasitetsutnyttelse har prisene på konsumvarene som importeres holdt

---

prisveksten nede. Derimot har prisen på norskproduserte varer gått opp, og det forventes en fortsatt stigning. (Norges Bank 2013c, 13)

### I Eurosonen

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
3,3	0,3	1,7	2,7	2,5	1,7	1,5	1,6	1,7

Tallene i tabellen er hentet fra Statistisk Sentralbyrå (Statistisk Sentralbyrå 2013b) og tabellen viser den prosentvise endringen fra år til år for konsumprisindeksen i eurosonen. Ut fra disse prognosene ser vi at konsumprisindeksen kan komme til å stige og havne mellom 1,5% til 1,7% de neste tre årene.

### *Konjunktursvingninger*

Flere av produktene i HitraMat sitt produktsortiment blir sett på som typiske luksusvarer og de nytes i hovedsak i helger og på diverse festarrangementer (Norges Sjømatråd 2013c, 21). Nedgangen i eksporten i 2008 skyldes sannsynligvis finanskrisen (INAQ Management 2008, 31). Dette tyder på at de er en bedrift som er særlig utsatt for konjunktursvingninger.

### *Lønnsnivået i Norge*

Lønnsnivået i Norge er høyere enn i de andre landene i Europa. En av grunnene til det høye lønnsnivået er den gode lønnsomheten i bedrifter i oljebransjen som bidrar til vekst i den generelle lønnsveksten. De tradisjonelle eksportbedriftene sliter med å følge etter denne veksten. DNB Markets antar at lønnsveksten vil avta de neste to årene (DNB 2013b, 68). Dersom lønnsnivået stiger vil grunnlaget til HitraMat, som er konkurrans utsatt i det europeiske markedet, svekkes. De opererer i en bransje med lave marginer og har ikke muligheten til å skyve over kostnadene i prisene eller redusere arbeidskraften (DNB 2013b, 68). Et økt lønnsnivå er derfor en trussel, spesielt i forhold til utenlandske konkurrenter som har et lavere lønnsnivå.

### *Sosiokulturelle faktorer*

Det er i dagens samfunn fokus på helse og sunnhet. Denne sunnhetstrenden kan, hvis den fortsetter, bidra til økt konsum av fisk og sjømat ettersom dette blir sett på som sunne produkter.

I Storbritannia har de blitt mer og mer opptatt av lokale brands og trenden om kortreist mat har blitt svært populær. Denne trenden er i ferd med å spre seg til store deler av Europa og dette er en trussel mot eksporten av taskekrabbe til europeiske land og da i første omgang særlig til Storbritannia (INAQ Management 2008, 31).

### ***Teknologiske faktorer***

HitraMat jobber hele tiden for å forbedre sine produkter, og må derfor ha et stadig fokus på å forbedre og utvikle sitt produksjonsutstyr. Et av hovedprosjektene er en skanner som måler matinnholdet i krabben, både for å sortere krabben, men også for å gi fiskerne tilbakemelding om kvaliteten (HitraMat 2013b). På denne måten kan fiskerne etter hvert få et bilde av hvor de beste fangstområdene for krabbe med høyt matinnhold er.

Et annet fokus for HitraMat er å delta i forskning for å avdekke nye metoder for å forlenge holdbarheten til den ferske krabben (INAQ Management 2009, 4).

### ***Miljømessige faktorer***

Etter at kongekrabben ble satt ut i Murmanskfjorden i Russland på 60-tallet har det vært usikkerhet om hvor langt den vil spre seg og hvilke konsekvenser dette kunne få for andre arter (Eldorhagen 2008, 241-248). Hvilke effekter dette eventuelt vil ha for taskekrabben er fortsatt veldig usikkert. Regjeringen har økt fiskekvoten for kongekrabbe i det siste året, for å regulere bestanden og for å begrense spredningen (Regjeringen 2011). Denne kvoten gjelder kun for et avgrenset område ved kysten på Øst-Finnmark, utenfor dette området er det fritt fiske. På grunn av den høye prisen er det stor interesse for å fiske etter kongekrabben, og vi antar derfor at det er liten risiko for at den kommer til Midt-Norge med det første.

### ***Legale faktorer***

HitraMat er som andre bedrifter som produserer matvarer underlagt matloven. Mattilsynet har etter matlovens § 23 myndighet til å fatte vedtak om matsikkerhet og matproduksjon. Dette kan påvirke HitraMat.



Siden 2010 har det blitt påvist kadmium i krabbekjøttet i Saltenområdet utenfor Bodø. Disse funnene gikk over de øvre grenseverdiene og Mattilsynet kom derfor med en anbefaling mot å ikke spise krabbe fra dette området (Kåre Julshamm 2012).

Siden disse funnene av tungmetall i krabbe ble oppdaget har Mattilsynet tatt flere prøver i nordområdene. Resultatet fra disse testene er at det er fortsatt høy konsentrasjon av kadmium fra Salten og nordover, derfor opprettholder Mattilsynet advarsel mot krabber fra nord (Mattilsynet 2013). Grunnen til disse høye verdiene av kadmium i krabbe er ikke fastslått ennå, men Klima- og forurensningsdirektoratet prøver å finne årsaken til dette. De undersøker om kadmium kommer fra naturlig forekomster i berggrunnen eller om det er menneskelige aktiviteter som er grunnen til de høye verdiene (Klima- og forurensningsdirektoratet 2012). Bedriften frykter imidlertid ikke at det vil bli forhold som skaper en lignende situasjon på trøndelagskysten, og dermed påvirker dem.

#### 4.3 SWOT

Funnene fra den interne og eksterne analysen oppsummerer vi i en SWOT-matrise.

S	W
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Moderne produksjonsutstyr</li> <li>• Erfarne medarbeidere</li> <li>• Markedsleder på det norske markedet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lite kjennskap til produktet krabbe i det norske markedet</li> <li>• Halvårsproduksjon – lav kapasitetsutnyttelse</li> </ul>
O	T
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vekst i sjømatbransjen, økt helsetrend</li> <li>• Økt distribusjon</li> <li>• Forlenget holdbarhet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Utenlandske konkurrenter</li> <li>• Den sterke krona</li> <li>• Substitutter</li> <li>• Mangel på fiskere</li> <li>• Høy makt i distribusjonsleddet</li> </ul>

Den viktigste styrken til HitraMat er det moderne produksjonsutstyret. Ved å eie utstyret som er spesialtilpasset for rensing og sortering av krabbe gir dette et konkurransefortrinn mot andre konkurrenter, både i Norge og i utlandet. HitraMat har en markedsandel på ca. 60% i det norske markedet som vi også anser som en styrke. Den viktigste svakheten er den manglende kjennskapen til produktet krabbe i det norske markedet. Norges Sjømatråd mener det er en av de største utfordringene i det norske markedet. Siden HitraMat har halvårsproduksjon, blir ikke kapasiteten fullt utnyttet. Dette ser vi også på som en svakhet. Den viktigste muligheten for HitraMat er den gode veksten i sjømatbransjen. Helse og sunnhet er trender som forsterker sjømatens posisjon i det norske kostholdet (Norges Sjømatråd 2013c, 21). Dette vil gi HitraMat muligheten til å nå en større kundegruppe. Økt distribusjon og forlenget holdbarhet vil også bidra til at de når en større kundegruppe i det norske og utenlandske markedet.

Som trusler for HitraMat finner vi både den sterke kronen, substitutter og utenlandske konkurrenter. Den sterke kronen kan beskytte HitraMat mot utenlandske konkurrenter på hjemmemarkedet, men for eksporten vil den ikke være en fordel for HitraMat. En annen trussel er mangel på fiskere, som kan bli en utfordring i årene fremover. I 2012 var det mangel på fiskere, dette førte til at HitraMat ikke nådde sine mål for fangst i 2012. Høy makt i distribusjonsleddet gjør det vanskelig og krevende for HitraMat å få innpass med nye produkter.

## **5.0 Regnskapsanalyse**

En regnskapsanalyse er alle de teknikkene som brukes for å kartlegge og klargjøre hvordan en bedrifts økonomi er og har utviklet seg (Kristoffersen 2011, 396). I vår regnskapsanalyse har vi sammenlignet HitraMat med et utvalgt bransjesnitt. Dette er ikke helt sammenlignbart, siden flere av bedriftene produserer andre produkter enn bare krabbe. Vi valgte likevel å ta det med siden det er den nærmeste sammenligningen med HitraMat i Norge. De bedriftene vi har brukt i bransjesnittet er Emberland AS, Sigurd Løkeland AS, Rennesøy Krabbe AS, Rørvik Fisk AS og Fosenskalldyr AS. Utrekningene til dette ligger i vedlegg 1.

### **5.1 Likviditetsanalyse**

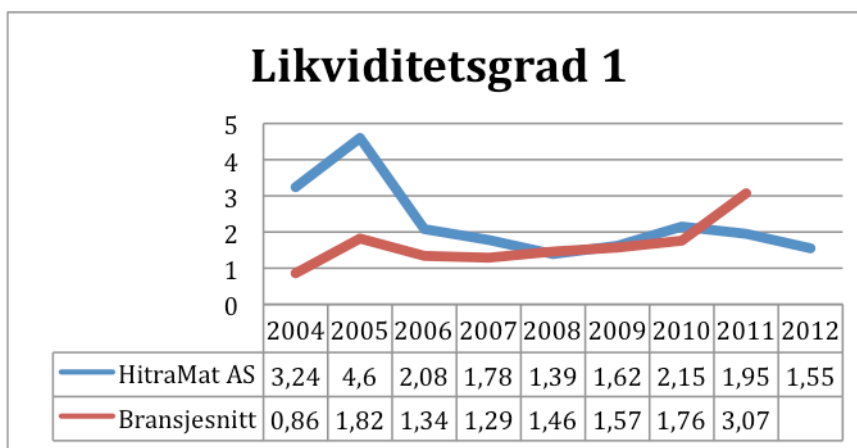
Likviditetsanalysen viser hvor god en bedrifts betalingsevne er.

### 5.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et vanlig nøkkeltall i regnskapsanalyser og måler omløpsmidlene i forhold til kortsiktig gjeld. Den regnes for å være god dersom forholdet er høyere enn 2 (Sending 2009, 398). Dersom likviditetsgraden er god, kan man si at bedriften har gode forutsetninger for å betjene sin kortsiktige gjeld. En likviditetsgrad på 1 viser oss at omløpsmidler = kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 1 beregnes slik:

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

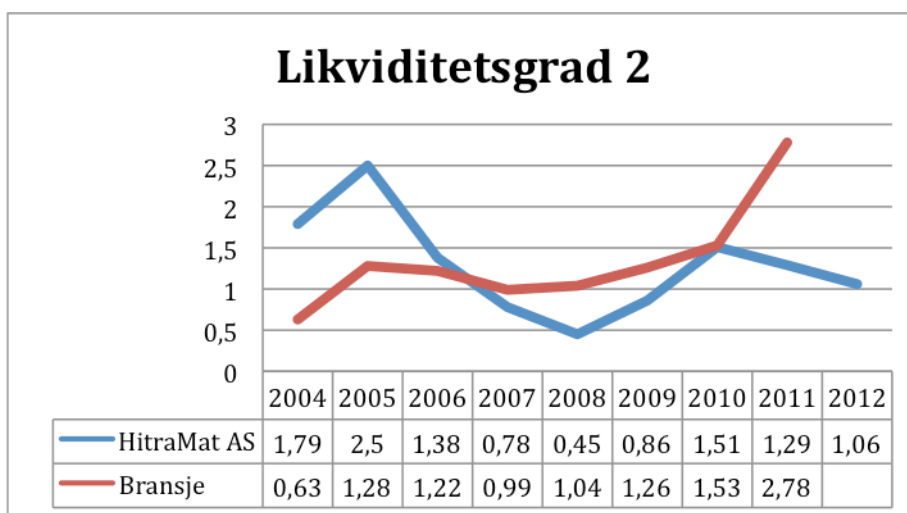


Vi kan se av figuren at HitraMat har en veldig varierende likviditetsgrad, men omløpsmidlene har hele tiden vært større enn den kortsiktige gjelden. Årsaken til den store nedgangen fra 2005 til 2006 skyldes den dramatiske økningen i kortsiktig gjeld. Videre vokste den kortsiktige gjelden mer enn omløpsmidlene frem til 2008. Vi kan også se av grafen at HitraMat de siste årene har ligget jevnt med bransjesnittet. De gjennomsnittlige likviditetstallene for norske aksjeselskap i 2009, 2010 og 2011 var henholdsvis 1.19, 1.17 og 0.93 (Statistisk Sentralbyrå 2012a). Dette forteller oss at HitraMat lå over gjennomsnittet, og ikke nødvendigvis hadde en dårlig betalingsevne, til tross for at de ved flere anledninger har hatt en likviditetsgrad som er lavere enn 2.

### 5.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser som likviditetsgrad 1 også forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, men med det unntaket at her trekker man fra varelageret. Den regnes for å være god dersom forholdet er høyere enn 1. Likviditetsgrad 2 kan beregnes slik:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Sum omløpsmidler} + \text{ubenyttet kassekreditt}) - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



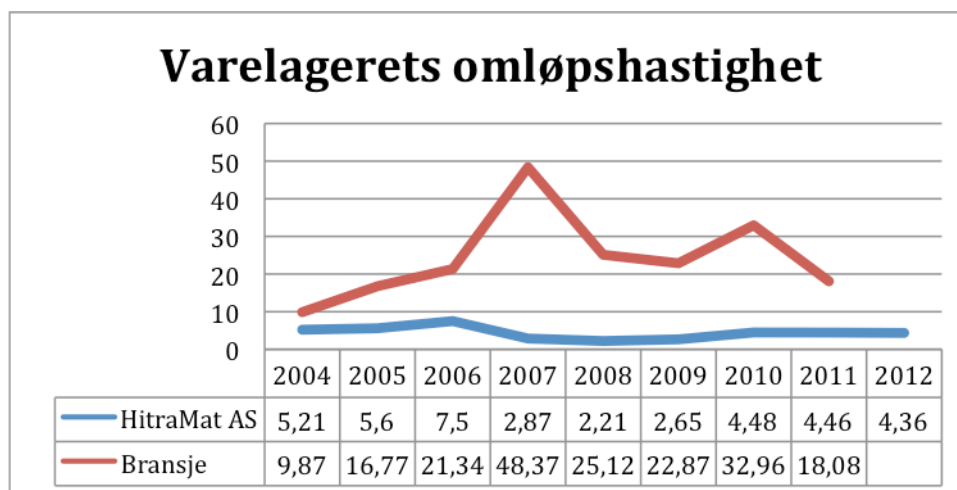
Likviditetsgrad 2 er veldig varierende fra 2004 til 2012. HitraMat har hatt en noe dårligere likviditetsgrad 2 enn bransjen siden 2007. De tre siste årene har de ligget over 1, noe som sier at de har hatt en god likviditetsgrad disse årene.

### 5.1.3 Varelagerets omløpshastighet

Varelagerets omløpshastighet viser hvor ofte varelageret byttes ut i løpet av et år.

$$\text{VOH} = \frac{\text{Vareforbruk på ett år}}{\text{Sum varelager}}$$

*Sum varelager*



Bransjen har en mye høyere omløpshastighet enn HitraMat. Mye av grunnen til dette er at HitraMat kun har produksjon halve året, og selger dermed kun fra lager det andre halve året. Det er med dette vanskelig for HitraMat å få en like høy omløpshastighet på varelageret.

## 5.2 Lønnsomhetsanalyse

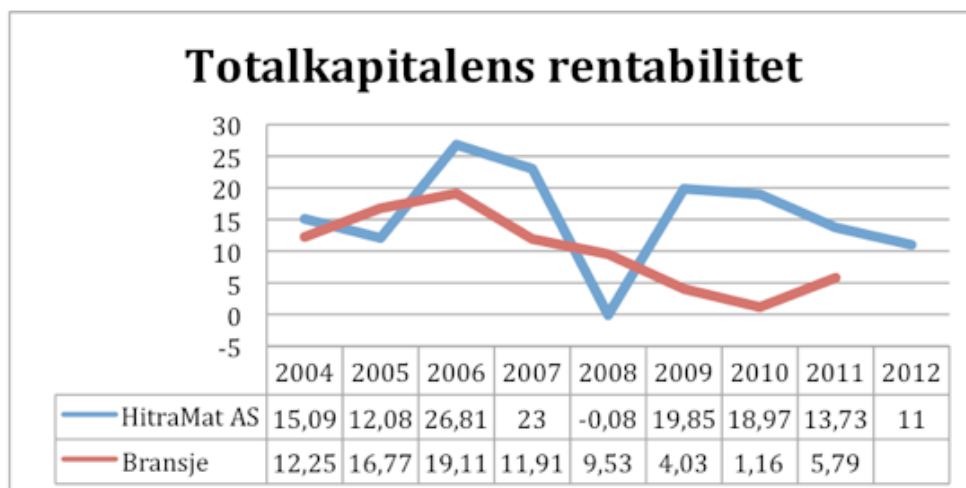
### 5.2.1 Totalkapitalens rentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten sier noe om bedriftens avkastning på den totale kapitalen, både langsiktig og kortsiktig gjeld, samt egenkapitalen. Den viser hvor effektiv en bedrift har vært i forvaltningen av ressursene, uavhengig av finansieringen (Kristoffersen 2011, 416). Totalkapitalens rentabilitet bør minst være lik lånerenten og helst høyere, ettersom risikoen er høyere.

Totalkapitalrentabiliteten kan beregnes på to måter:

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

$$TKR = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$



Sett bort i fra 2008 har HitraMat hatt en relativt god total Kapitalrentabilitet. Årsaken til den kraftige nedgangen i 2008 skyldes i hovedsak eksportinntektene som fikk et kraftig fall som følge av finanskrisen. Dette gikk vi nærmere inn på under punkt 1.2.2. De falt med hele 40 millioner kroner fra 2007 til 2008, mens kostnadene til HitraMat ikke hadde noe stort fall. Dette gav et negativt resultat før skatt og dermed en negativ total Kapitalrentabilitet.

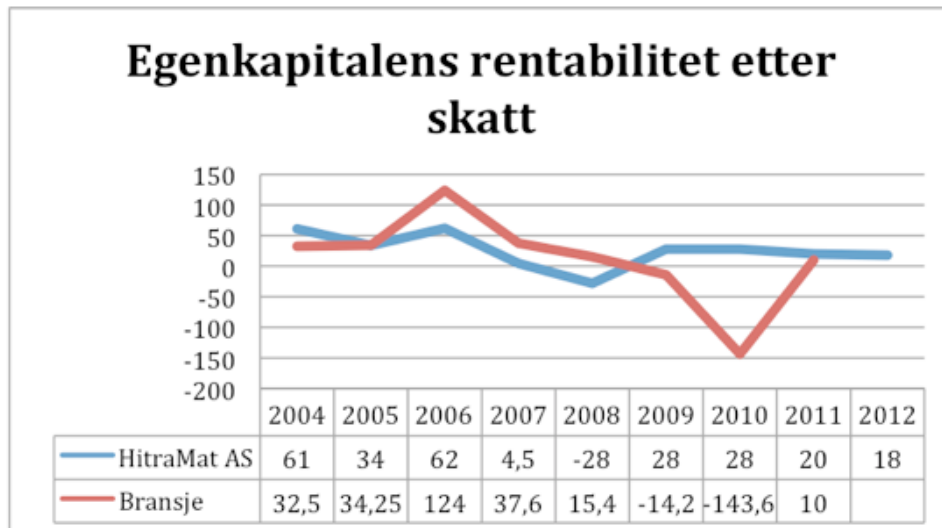
I forhold til bransjesnittet har HitraMat en veldig god total Kapitalrentabilitet, særlig de tre siste årene, til tross for deres store svingninger. Gjennomsnittlig total Kapitalrentabilitet for aksjeselskaper fra 2009-2011 ligger rundt 9, og dermed ligger HitraMat godt over gjennomsnittet også for norske aksjeselskaper (Statistisk Sentralbyrå 2012a).

### 5.2.2 Egenkapitalens rentabilitet etter skatt

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen til eiernes investering i en bedrift. Den viser også hvor stor del av resultatet som tilfaller egenkapitalen (Kristoffersen 2011, 415).

Egenkapitalrentabiliteten etter skatt beregnes slik:

$$\text{EKR etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



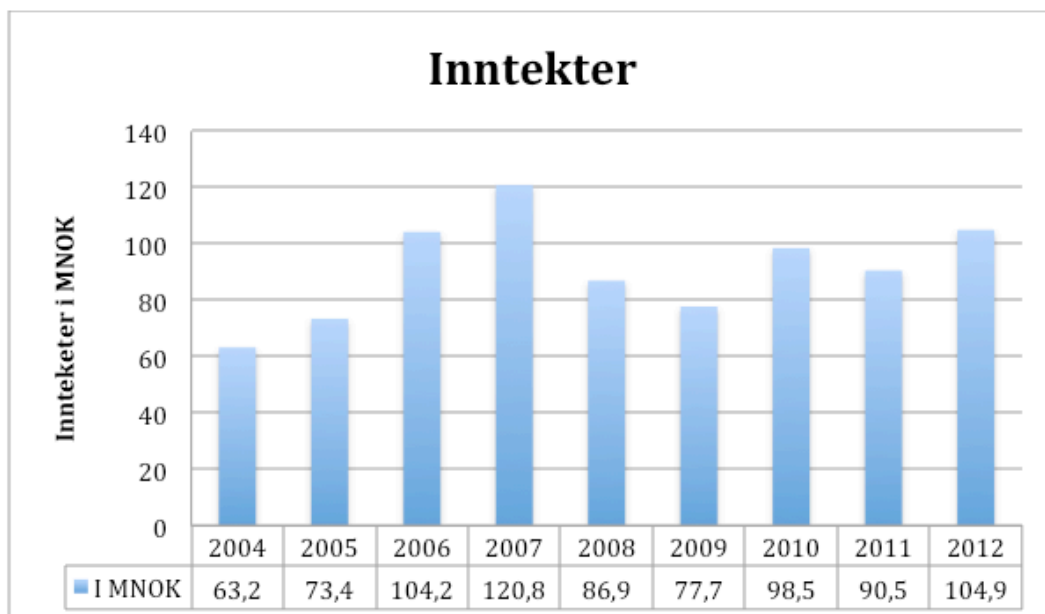
Også her kan vi se at HitraMat AS har gode tall sett bort i fra 2008. De tre siste årene har den gjennomsnittlige egenkapitalrentabiliteten vært mellom 18 og 28, noe som viser at HitraMat er godt over gjennomsnittet og har en meget god egenkapitalrentabilitet. Det negative tallet i 2008 kommer av at HitraMat leverte et negativt resultat dette året.

#### 5.2.3 Vekst i inntekter

Vekst i inntekter viser en prosentvis økning i inntektene fra ett år til et annet (Soffer og Soffer 2003, 108).



HitraMat har hatt noe varierende driftsinntekter helt siden oppstart, og i 2008 hadde de en stor nedgang i inntektene. Grafen under viser HitraMats inntekter disse årene:



### 5.3 Soliditet

Soliditeten til en bedrift sier noe om hvordan den er til å tåle tap. Den er ofte knyttet til størrelsen på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen til bedriften.

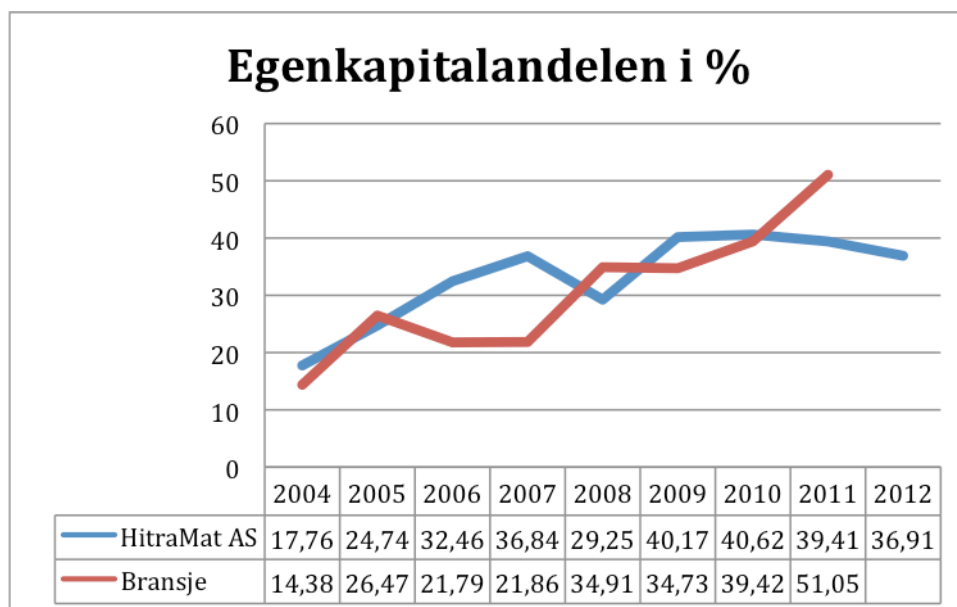
#### 5.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av totalkapitalen som er egenkapital. Den kan også vise hvor stort tap bedriften tåler før kreditorene også står i fare for å bli påført tap. Soliditeten blir bedre desto større dette forholdstallet er (Kristoffersen 2011, 424). Normalt skal egenkapitalandelen ligge på rundt 30%.

Denne beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{EK * 100\%}{TK}$$





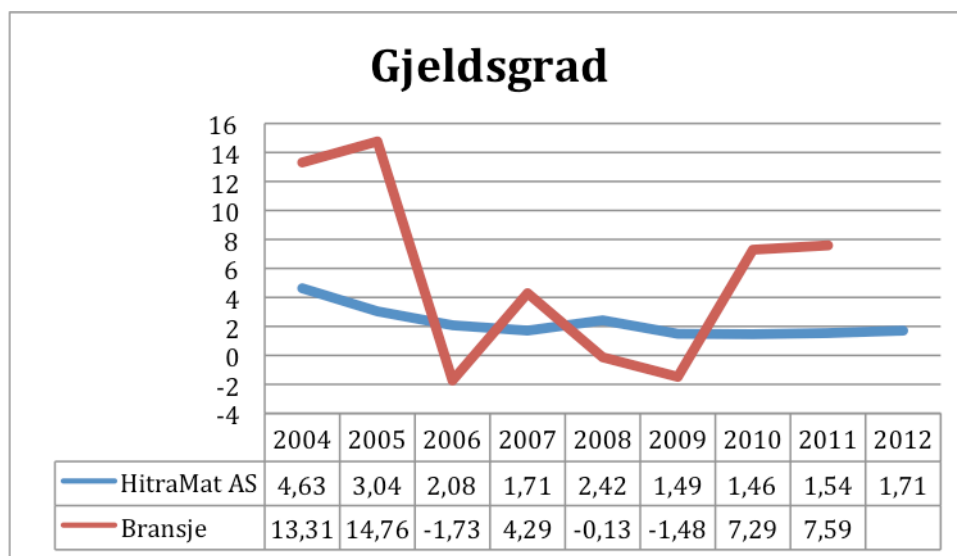
HitraMat har hatt en jevn økning av egenkapitalandelen siden 2004. Nedgangen i 2008 skyldes at egenkapitalen har sunket og at både langsiktig og kortsiktig gjeld har økt siden 2007. Stort sett ligger de over 30% som har vært et normaltall for egenkapitalandelen, og de ligger veldig jevnt med bransjesnittet. De ligger også jevnt med gjennomsnittet for norske aksjeselskaper fra 2009 til 2011 som har vært henholdsvis 41.0, 41.8 og 40.4 (Statistisk Sentralbyrå 2012a).

### 5.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital. Jo lavere dette tallet er, desto mer solid er bedriften (Kristoffersen 2011, 424). Med en gjeldsgrad på 1 er gjeld = egenkapital.

Denne beregnes slik:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld} * 100\%}{\text{Egenkapital}}$$

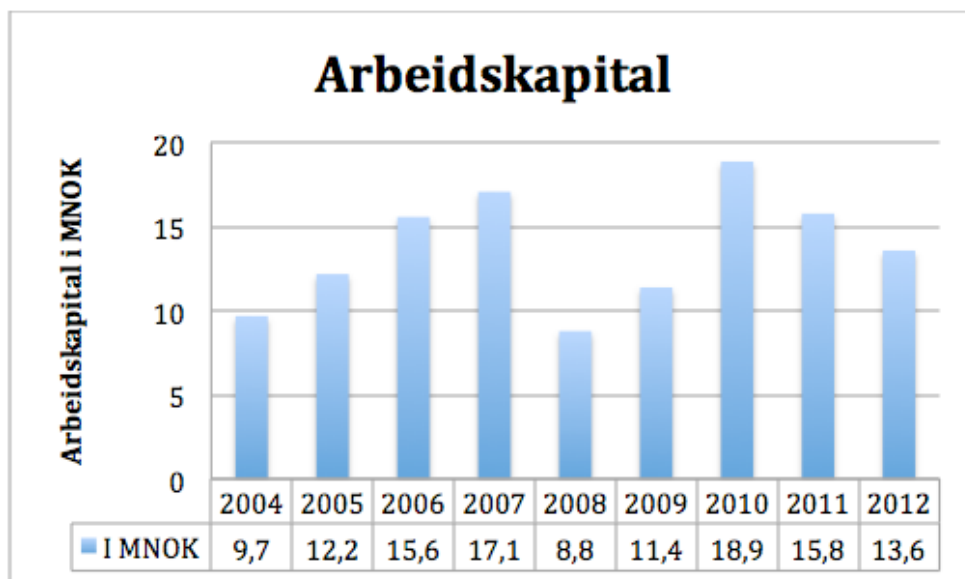


Fra 2004-2008 hadde HitraMat en relativt høy gjeldsgrad, med andre ord var bedriften ”lite” solid frem til 2009. Noe som vil si at de hadde veldig mye gjeld i forhold til egenkapital frem til 2009. Enda så har de mer gjeld enn egenkapital, men gjeldsgraden er jevn og god mellom 2009-2012. Bransjesnittet er veldig varierende, men de siste årene har de hatt en relativt høy gjeldsgrad, noe som betyr at HitraMat ligger godt an i forhold til bransjesnittet.

### 5.3.3 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Man bruker arbeidskapitalen for å vurdere og analysere et foretaks finansiering, og den burde være positiv. Med negativ arbeidskapital betyr det ofte også at likviditeten er dårlig. Denne kan beregnes slik (Kristoffersen 2011, 211-212):

$$AK = \text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

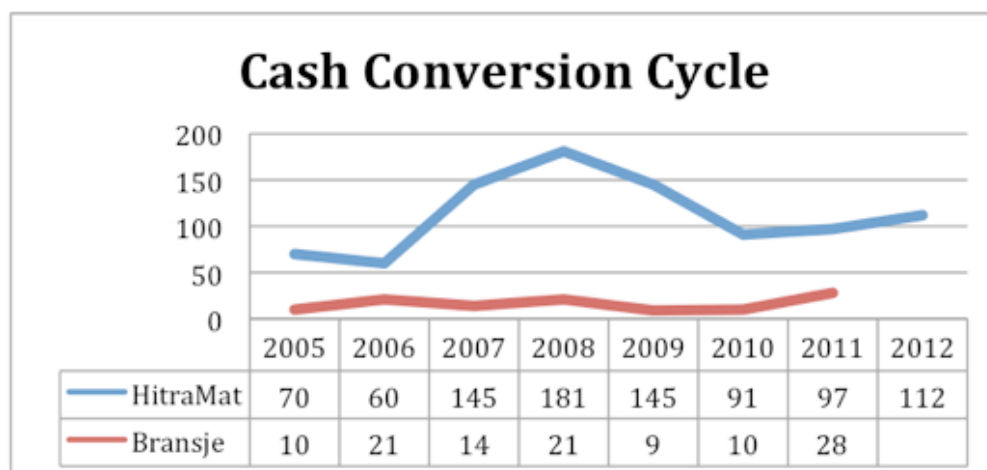


#### 5.4 Cash Conversion Cycle

Cash Conversion Cycle er et godt verktøy for å måle hvor god økonomiavdelingen er til å hente inn kundefordringer og å holde lagrene på et ideelt nivå. En Cash Conversion Cycle-tilnærming til styring av arbeidskapitalen illustrerer den potensielle faren for en intuitiv tilnærming til likviditetsanalyser. Den bør vurderes i forhold til firmaets vedlikehold av likviditetsreserveinvesteringer, dens tilgjengelighet av ubrukt lånekapasitet og potensiell volatilitet av firmaets kontantstrømmer (Richards og Laughlin 1980, 32-36).

CCC beregnes på denne måten:

$$\text{CCC} = \text{Ant. kundedager} + \text{ant. lagerdager} - \text{ant. leverandørdager}$$

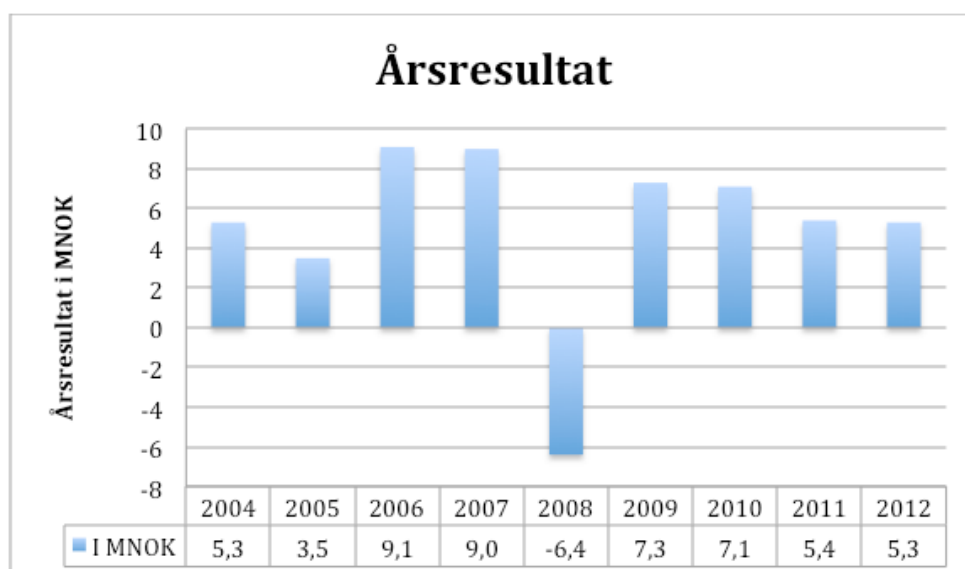


ÅR	Ant. kundedager	Ant. lagerdager	Ant. leverandørdager	CCC
2005	19	65	14	70
2006	22	49	11	60
2007	27	127	9	145
2008	31	165	15	181
2009	27	138	20	145
2010	31	81	21	91
2011	40	82	25	97
2012	42	84	14	112

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gj. snittlig CCC bransje	10	21	14	21	9	10	28

Som vi ser av dette har HitraMat mye høyere CCC enn bransjesnittet. Tabellen viser oss at dette i hovedsak skyldes antall lagerdager, som kommer av at de ikke har helårsproduksjon. Bransjen har derfor et mye lavere tall enn HitraMat, ettersom at de produserer flere produkter enn bare krabbe. Likevel vil vi si at dette er en sunn virksomhet. Det er helt normalt for denne bransjen å ha en kundekredittid på om lag 30-40 dager. I tillegg er det vanlig å betale fiskerne kontant, noe som medfører en veldig kort leverandørkredittid.

### 5.5 Utvikling i årsresultat



Som vi kan se av grafen hadde HitraMat et stort fall i årsresultatet i 2008, noe som skyldes finanskrisen som var dette året. Dette gikk vi nærmere inn på under punkt

---

1.2.2. De har klart å øke årsresultatet etter dette, men har ikke klart å komme tilbake til toppen de hadde i 2006.

### **5.6 Konklusjon av regnskapsanalysen**

Av denne regnskapsanalysen kan vi se at regnskapet til HitraMat de siste årene har vært noe preget av finanskrisen som var i 2008. Likevel vil vi si at de har tilfredsstillende nøkkeltall og gode muligheter for å få enda bedre.

Likviditetstallene er noe varierende i forhold til bransjesnittet, særlig når det kommer til varelagerets omløpshastighet, men siden de kun har halvårsproduksjon vil de ikke kunne ha særlig bedre omløpshastighet på varelageret. Vi vurderer med dette likviditeten til å være god.

Lønnsomheten til bedriften vurderer vi til å være middels til god, da de har veldig varierende inntekter, men totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten er gode, også i forhold til bransjesnittet. De har en tilfredsstillende egenkapitalandel og gjeldsgraden har blitt mye bedre siden 2008. Gjeldsgraden har de siste årene vært mye bedre enn bransjesnittet, mens de ligger jevnt med bransjen når det kommer til egenkapitalandelen. Soliditeten til HitraMat vurderer vi derfor til å være middels til god.

## **6.0 Avkastningskrav**

Et avkastningskrav gjenspeiler den kompensasjon investor får for å påta seg en risiko ut over den risikofrie renten (Boye og Dahl 1997, 5). Vi vil benytte kapitalverdimodellen og integrert risikoanalyse for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Til å beregne avkastningskravet til totalkapitalen benytter vi oss av WACC – Weighted Average Cost of Capital.

### **6.1 Kapitalverdimodellen**

Kapitalverdimodellen kan brukes til å finne avkastningskravet til et prosjekt, og viser hvor stor avkastning investor kan kreve gitt en viss mengde systematisk risiko (Bøhren og Michalsen 2012, 95). Kapitalverdimodellen kan uttrykkes slik (Bøhren og Michalsen 2012, 94):

$$E(r_j) = R_f * (1-s) + \beta_j * [E(r_m) - r_f * (1-s)]$$

Der:

Rf: risikofri rente

$\beta_j$ : systematisk risiko

$[E(r_m) - r_f * (1-s)]$ : markedets risikopremie

(1-s): skattefaktor

### *6.1.1 Risikofri rente*

Denne verdsettelsen baseres på budsjetterte kontantoverskudd, med en forutsetning om at inflasjonen i fremtiden vil tilsvare dagens inflasjon. I slike tilfeller anbefales det å benytte seg av den mellomlange statsobligasjonsrenten på 2-3 år (Boye 2008b, 99). Dette støttes også av Thore Johnsen i hans artikkel om avkastningskrav i boken Verdsettelse i teori og praksis (Johnsen 1997, 54). Det er også anbefalt å benytte langsiktig rente (10 år) i slike situasjoner, fordi man forutsetter at firmaet man verdsetter skal generere kontantstrømmer i lang tid fremover (Nordli 2011, 18). Valget av hvilken risikofri rente vi skal benytte i avkastningskravet preges derfor av stor usikkerhet. Med bakgrunn i den litteraturen vi har anvendt har vi likevel kommet til den slutningen at den mellomlange renten vil være mest korrekt i dette tilfellet.

Vi velger derfor å benytte 3 års statsobligasjonsrente som ved 8. mars 2013 er beregnet av Norges Bank til 1,46%.

### *6.1.2 Risikopremie for markedet*

Markedets risikopremie er den forventede tilleggsavkastningen til den risikofrie renten som investor krever for å ta på seg risiko (Soffer og Soffer 2003, 146). En av de viktigste årsakene til dette er at investor er risikoavers (Damodaran 2010, 170). For å beregne denne risikopremien er det vanlig å benytte seg av historiske risikopremier (Boye 2008b, 99). Her er det mange faktorer som spiller inn. Hvilken og hvor lang periode man benytter som data for dette estimatet kan gi store utslag i resultatet. Norge har gjennomgått store økonomiske forandringer i løpet av årene. Det er også uenighet om man bør benytte et aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt i beregningene (Johnsen 1997, 58).

I en undersøkelse gjennomført av PwC deals kommer det frem at markedets risikopremie var 5% i 2011 og 2012. Også i følge Regjeringens nettsider er markedets risikopremie 5%. I sin artikkel "Equity premia around the world" har Dimson, Marsh og Stauton kommet frem til et aritmetisk gjennomsnitt på risikopremien tilknyttet obligasjoner i Norge på 5,5% i årene 1900-2010 (2002, 19). En oversikt over norske avkastnings- og risikodata viser at Norge har hatt en markedspremie på 5,1% i perioden 1970 – 1994 regnet med et aritmetisk gjennomsnitt (Johnsen 1997, 57).

Vi vil derfor benytte 5% som markedets risikopremie i våre beregninger.

### *6.1.3 Beta*

Et selskaps beta er et mål på hvordan selskapets aksje korrelerer med markedet (Soffer og Soffer 2003, 149). Når en beta er 0 har bedriften en risikofri investering, en beta på 1 vil si at bedriften har en risiko lik gjennomsnittet på børsen, mens en beta på 2 vil si at bedriften er dobbelt så risikofull som børsens gjennomsnitt (Bøhren og Michalsen 2012, 69). Betaen beregnes vanligvis ved at man sammenligner selskapets avkastning på aksjen med avkastningen på markedet (Boye og Dahl 1997, 7). HitraMat er ikke et børsnotert selskap, så denne fremgangsmåten kan ikke benyttes i denne oppgaven. Man kan også benytte sammenlignbare børsnoterte selskaper til å estimere beta (Nordli 2011, 19). Vi vil heller ikke benytte oss av denne metoden, da vi mener at det ikke er noen sammenlignbare børsnoterte selskaper for HitraMat. Ingen av HitraMats konkurrenter er børsnoterte, noe som medfører at de alternative bedriftene er i en annen bransje.

### *6.2 Integrert risikoanalyse*

Siden HitraMat ikke er børsnotert, og det er vanskelig å estimere beta, vil vi finne avkastningskravet ved hjelp av integrert risikoanalyse (Boye og Dahl 1997, 10-11). Her vil vi benytte det vi mener er de viktigste funnene fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen, for deretter å komme frem til et risikotillegg.

<b>Integrert risikoanalyse</b>	<b>Klassifisering</b>	<b>Vekt</b>	<b>Score</b>
<b>Drifts- og forretningsmessig risiko</b>			
Utenlandske konkurrenter	5		
Mangel på fiskere	4		
Høy makt i distribusjonsleddet	3		
Substitutter	3		
Snitt	3,75	3	11,25
<b>Finansiell risiko</b>			
Sterk norsk krone	3		
Høyt lønnsnivå	4		
Snitt	3,5	2	7
<b>Risiko knyttet til eiendelers belåningsnivå/-reserve</b>	3		
Snitt	3	1	3
<b>Sum</b>		<b>6</b>	<b>21,25</b>

Tabellen er delt inn i drifts- og forretningsmessig risiko, finansiell risiko og risiko knyttet til eiendelers belåningsnivå. Faktoren som vi har tildelt høyest vekt er drifts- og forretningsmessigrisiko. Dette er fordi vi mener at de utenlandske konkurrentene, substitutter og mangelen på fiskere utgjør den største trusselen for HitraMat. Også makten i distribusjonsleddet utgjør en trussel. Dette gikk vi nærmere inn på i den eksterne analysen.

Faktoren vi gav nest mest vekt er den finansielle risikoen. Under dette punktet har vi satt opp lønnsnivå og den sterke norske krona. Det høye lønnsnivået er en trussel fordi de utenlandske konkurrentene har et lavere nivå og kan tilby billigere krabbe. Dette gikk vi også nærmere inn på under den eksterne analysen. Den sterke norske krona er en faktor som påvirker alle bedrifter som driver med eksport i større eller mindre grad. Dette gikk vi nærmere inn på i PESTEL-analysen. Grunnen til at vi vektet den finansielle risikoen nest høyest er fordi dette er noe som påvirker flere bedrifter, og ikke bare HitraMat.

Faktoren vi tilla minst vekt er risiko knyttet til eiendelens belåningsnivå. Dette er fordi HitraMat i de siste årene har hatt en gjeldsgrad på rundt 1,5, noe vi gikk



nærmere inn på i regnskapsanalysen. Vi har vurdert dette til å være mindre kritisk enn de overnevnte faktorene.

Ut i fra dette kommer vi til at veiet totalrisiko er:  $21,25/6 = 3,54$

Vi har benyttet oss av følgende tabell for å regne ut risikopremien (Boye og Dahl 1997, 11).

	Risiko-klassifisering	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 gj.snittlig risiko	3,0 – 3,5	12% -16%
Høy risiko	3,5 – 4,0	16% -20%
Meget høy risiko	>4	>20%

I tabellen ser vi at scoren på 3,54 plasserer HitraMat i kategorien for høy risiko.

Risikotillegget regnes ut slik:

$$16\% + [(20\%-16\%) * 0,4/5] = 16,32\%$$

Etter den integrerte risikoanalysen har vi kommet frem til et risikotillegg for HitraMat på 16,32%. Vi vil benytte dette risikotillegget videre for å beregne avkastningskravet.

### 6.2.1 Beregning av avkastningskrav ved integrert risikoanalyse

Risikofri nominell 3-års statsobligasjonsrente før skatt	1,46%
+ Risikotillegg	16,32%
= Nominelt avkastningskrav før skatt	17,78%
- Skatt (28%)	4,98%
= Nominelt avkastningskrav etter skatt	12,80%

Den integrerte risikoanalysen har gitt et avkastningskrav på 12,80%. På grunn av stor usikkerhet rundt dette avkastningskravet vil vi kontrollere det ved å bruke kapitalverdimodellen med betaverdier mellom 1 og 2.

### 6.3 Likviditetspremie

Likviditetspremie er investors kompensasjon for den risikoen han blir utsatt for ved å kjøpe seg inn i en lite likvid aksje. Dette er aktuelt for små og ikke-børsnoterte bedrifter. Denne likviditetspremien ligger sannsynligvis i intervallet 4% - 6% for små og ikke-børsnoterte selskaper (Johnsen 1997, 48).

Vi velger derfor å benytte en likviditetspremie på 5% i avkastningskravet for HitraMat.

### 6.4 Beregning av avkastningskrav ved hjelp av kapitalverdimodellen

Risikofri rente	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
Skatt	28%	28%	28%	28%	28%
Markedets risikopremie	5	5	5	5	5
Likviditetspremie	5	5	5	5	5
Beta	1	1,25	1,5	1,75	2
E(rj)	11,05	12,30	13,55	14,80	16,05

Ved å sette inn verdiene vi har funnet tidligere med betaverdier mellom 1 og 2 ser vi at avkastningskravet fra den integrerte risikoanalysen på 12,80% gir HitraMat en betaverdi i området 1,25 – 1,50. Dette gir en risiko på 25%-50% over børsens gjennomsnitt, noe som virker fornuftig siden de er i en bransje som er mer utsatt for konjunktursvingninger. Dette gikk vi nærmere inn på under den eksterne analysen. I tillegg har bedriften rettet seg mot en snever bransje, noe som er mer risikabelt fordi de har få bein å stå på og er mindre diversifisert enn et stort børsnotert firma. Vi vil derfor vurdere en betaverdi mellom 1,25 og 1,50 til å være fornuftig.

### 6.5 Avkastningskrav til totalkapitalen

WACC, eller Weighted Average Cost of Capital, er avkastningskravet til totalkapitalen. Dette avkastningskravet er et veid gjennomsnitt og skal dekke kravet til både aksjonærene og kreditorene med hensyn på henholdsvis egenkapital og gjeld. Når man beregner vektene tar man kun hensyn til den rentebærende gjelden, ettersom at man tar hensyn til endringer i den

omsetningsavhengige rentefrie gjelden når man beregner kontantoverskuddet til total kapitalen (Boye 2008b, 106).

Ettersom markedsverdien av egenkapitalen er mye høyere enn bokført egenkapital, er egenkapitalandelen i WACC vanligvis høyere enn den bokførte verdien. I vår oppgave skal vi beregne kontantoverskuddene til total kapitalen etter skatt. Derfor må også avkastningskravet regnes etter skatt for alle komponenter som inngår i avkastningskravet (Boye 2008b, 106).

Avkastningskravet til total kapitalen etter skatt beregnes slik (Boye 2008b, 107):

WACC = (Aksjonærenes avkastningskrav etter skatt \* EK-andel) +  
(Lånerenten\*(1-skattesats) \* Gjeldsandel)

$$r_T = r_E \cdot \frac{E}{E+G} + r_G \cdot (1-s) \cdot \frac{G}{E+G}$$

$$\text{WACC} = 0,128 * 0,43 + (0,0407+0,005) * (1-0,28) * 0,57$$

$$\text{WACC} = 7,38\%$$

Ved hjelp av sysselsatt kapital har vi beregnet et gjennomsnitt for egenkapitalandelen og gjeldsandelen for 2009 til 2012 til henholdsvis 0,43 og 0,57. Videre beregnet vi den gjennomsnittlige lånekostnaden fra 2004-2012 til å bli 4,07% (Vedlegg 3). Gjelden vi har brukt i våre beregninger er markedsverdibasert, altså kun den rentebærende gjelden. Den rentefrie gjelden har vi vurdert til å være utsatt skatt, leverandørgjeld og skyldig offentlige avgifter.

Med bakgrunn i styringsrenteprognosen fra Norges Bank i vår PESTEL-analyse har vi besluttet å legge til 0,5% ekstra på lånerenten i WACC beregningen.

Grunnen til dette er at i følge prognosene vil styringsrenta gå opp i årene fremover, noe som vil føre til økte renter for HitraMats lån. Vi vil derfor legge inn en justering for å kompensere litt for dette. Dette gav oss en WACC på 7,38%.

## 7.0 Prognostisering

Nå skal vi gå gjennom estimeringen av de punktene som er relevante for å sette opp en fremtidig kontantstrøm for HitraMat. Vi har sett på de historiske regnskapstallene til bedriften for å se hvordan utviklingen har vært frem til i dag

---

og tatt dette i betraktning for fremtidig vekst. De eksterne og interne analysene vi har gjennomført tidligere i oppgaven har også vært med på å påvirke våre prognoser for fremtidig vekst. Bedriften har som tidligere nevnt planer om å utvide i fremtiden. Siden disse planene fremdeles er så uklare har vi valgt å se bort i fra disse planene i prognostiseringen, på grunn av all usikkerheten dette ville ha ført med seg inn i verdsettelsen.

I den interne analysen plasserte vi HitraMat mellom ung vekst-fasen og moden vekst-fasen. Grunnen til at vi plasserte dem i dette mellomstadiet er mye på grunn av utvidelsesplanene. Med forutsetning om at vi har valgt å se bort i fra disse planene i verdsettelsen blir det rimelig å anta at bedriften befinner seg i en moden vekst-fase. Vi har derfor valgt å estimere kontantstrømmen for fem år frem i tid. År 2012 settes som år 0.

### ***7.1 Salgsinntekter***

HitraMats salgsinntekter avhenger av antall kilo varer solgt og hvilken pris varene er solgt for. For å estimere HitraMats fremtidige salgsinntekter velger vi å se på disse to faktorene hver for seg, for så å estimere hvordan de vil utvikle seg i fremtiden. Per dags dato utgjør bedriftens eksportandel 40% av solgt mengde, noe som bedriften fra og med år 2013 ser for seg vil gå ned til 30%. I våre prognoser vil derfor bedriftens eksportandel bli satt til 30%. En av forutsetningene for denne oppgaven er at hele eksportandelen blir påvirket av eurokursen og at den holder seg stabil på 30% i hele prognostiseringsperioden.

#### *7.1.1 Pris*

Vi har sett på gjennomsnittsprisen på bedriftens produkter for Norge og eksporten hver for seg. Vi har bare tall fra årene 2010-2012 som kan benyttes til å beregne gjennomsnittspris. Dette er en veldig kort periode, men vi har likevel beregnet utviklingen i prosent.

<b>Krabbepris</b>				
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Snitt</b>
<b>NOK i Norge</b>	54,14	64,53	79,31	
<b>Endring i %</b>		0,19	0,23	0,21
<b>EUR i Utland</b>	6,11	7,80	6,73	
<b>Endring i %</b>		0,28	-0,14	0,07

Tabellen viser at gjennomsnittsprisen per kilo har økt i Norge med 19% fra 2010 til 2011, og 23% fra 2011 til 2012. Prisøkningen på produktene har vært rundt 5% hvert av disse årene, så den store økningen i gjennomsnittsprisen per kilo skyldes også i stor grad en endring i produktmiksen. Bedriften selger mer og mer av de dyrere varene i Norge, mens det selges mindre og mindre av de billigere produktene i Norge. Dette har ført til denne voldsomme gjennomsnittsprisøkningen per kilo i Norge disse årene.

Når det gjelder gjennomsnittsprisen per kilo i utlandet øker denne med 27,7% fra 2010 til 2011, og går ned igjen med 13,7% fra 2011 til 2012. I følge bedriften har prisstigningen for eksporten vært, i likhet med Norge, 5% for hvert av disse årene. Gjennomsnittsprisen vil være veldig avhengig av produktmiksen. Hvis det selges mer varer med høy kilopris, vil gjennomsnittsprisen gå opp. Selges det mer varer med lav kilopris vil gjennomsnittsprisen gå ned.

Bedriften ser for seg en prisøkning på 5% per år i fremtiden, både på hjemmemarkedet og eksportmarkedet. De store variasjonene i gjennomsnittsprisen skyldes bedriftens endringer i produktmiksen, i tillegg til at det på hjemmemarkedet blir solgt en økt andel av de dyreste varene og en redusert andel av de billigste varene. Vi anser derfor en prisvekst på 5% til å være sannsynlig, og vi vil derfor benytte en prisvekst på 5% for både hjemmemarkedet og eksportmarkedet i våre prognoser, med forutsetning om en stabil produktmiks.

### 7.1.2 Mengde

Tabellen under viser bedriftens utvikling i solgt mengde i kilo i årene 2010-2012, alle tall i tusen:

---

	2010	2011	2012	Snitt
Solgt mengde i kg	1 906	1 433	1 312	1 550
Endring i %		-0,25	-0,08	-0,17

Slik tabellen viser hadde bedriften en nedgang på 25% fra 2010 til 2011 og 8% fra 2011 til 2012. Denne nedgangen skyldes mangel på råstoff. Den eksterne analysen avdekket at det ikke er tilgangen på krabbe som forårsaker denne mangelen, men fiskerne. HitraMat har problemer med å skaffe nok fiskere til krabbefisket på grunn av at fiskerne velger å satse på annen og mer lukrativ fangst.

Bedriften regner med at de vil motta samme mengde råstoff i 2013 som det de hadde i 2012, det vil si 3 100 000 kilo. I 2012 var utnyttelsesgraden på dette råstoffet 42% noe som vil føre til et salgsvolum på 1 331 950 kilo. Bedriften mener at en utnyttelsesgrad på 42% er realistisk også for fremtiden. HitraMat mener at et volum på 3 500 000 kilo råstoff er realistisk for de øvrige årene, og med en utnyttelsesgrad på 42% gir dette et salgsvolum på 1 470 000 kilo.

Usikkerheten rundt salgsvolumet er i all hovedsak knyttet opp mot tilgangen på råstoff, og ikke til salget. I følge bedriften er det mangel på krabbe i Europa og stor etterspørsel i Norge, så de selger så mye som de har. Det er med andre ord tilgangen på råvarer som begrenser salget, og ikke etterspørselen. Som nevnt innledningsvis i oppgaven er det beregnede potensialet for det franske markedet et volum på 800 tonn i 2015 (Norges Sjømatråd 2013c, 12). Dette er en økning fra dagens situasjon, så det forventes med andre ord økt etterspørsel. Vi anser derfor bedriftens antagelser til å være sannsynlige.

Tidligere i oppgaven gikk vi inn på bedriftens planer om å utvide i fremtiden. Disse planene er fremdeles helt i oppstartsfasen og er fortsatt veldig usikre. Det er ingen konkrete planer, og vi har derfor besluttet å se bort i fra dette i vår verdsettelse fordi vi mener at dette vil føre med seg alt for mye usikkerhet i prognosene.

Ut i fra dette velger vi å benytte 1 332 000 kilo for 2013 og 1 470 000 kilo for de øvrige årene.

### 7.2 Andre driftsinntekter

Historisk sett har andre driftsinntekter utgjort en veldig liten del av bedriftens inntekter. Vi har heller ikke noe grunnlag til å estimere disse inntektene på samme måte som salgsinntektene, og vi har derfor besluttet å utelate andre driftsinntekter fra vår prognose.

### 7.3 Varekostnader

HitraMats varekostnad består av innkjøp av krabber fra fiskerne. Tabellen nedenfor viser utviklingen i krabbepreisen fra fisker til mottak:

År	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Krabbepris	7,23	7,84	7,86	8	7,78	7,84	8,01	8,12	7,97	8,11	8,31	8,92	7,9992
Endring i %		0,08	0,00	0,02	-0,03	0,01	0,02	0,01	-0,02	0,02	0,02	0,07	0,02

Slik tabellen viser har veksten i denne prisen vært svært stabil over mange år. Gjennomsnittet på 2% tyder på at den ikke vil øke med mer enn den generelle prisstigningen fremover.

Vi har sammenlignet bedriftens varekostnader med salgsinntektene ved hjelp av historiske regnskapstall fra 2004 til 2012. Tallene i tabellen under er i tusen kroner:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Varekostnader	32 458	39 982	56 345	63 070	47 540	35 169	47 307	49 051	50 733	46 851
Endring i %		0,23	0,41	0,12	-0,25	-0,26	0,35	0,04	0,03	0,08
Som % av SI	0,51	0,55	0,54	0,52	0,55	0,45	0,48	0,54	0,57	0,52

De historiske regnskapstallene viser at varekostnaden har vært 52% av salgsinntektene i løpet av denne perioden. Vi forutsetter derfor at innkjøpsprisen på krabbe vil fortsette å holde seg stabil rundt inflasjonsnivået i estimeringsperioden, og at det historiske gjennomsnittet også vil kunne gjenspeile fremtidig gjennomsnitt. Vi benytter derfor gjennomsnittet på 52% av salgsinntekter i våre estimater av varekostnader i estimeringsperioden.

#### 7.4 Lønnskostnader

Vi har sammenlignet bedriftens lønnskostnader med salgsinntektene fra historiske regnskapstall fra 2004 til 2012, alle tall i tusen:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Lønnskostnader	12 668	15 237	18 434	24 200	19 421	17 586	21 592	21 653	21 758	19 172
Endring i %		0,20	0,21	0,31	-0,20	-0,09	0,23	0,00	0,00	0,08
Som % av SI	0,20	0,21	0,18	0,20	0,22	0,23	0,22	0,24	0,24	0,22

Slik tabellen viser har salgsinntektene holdt seg stabil rundt gjennomsnittet på 22% av salgsinntekter. Fordi den har økt noe de siste årene har vi valgt å bruke gjennomsnittet for de siste 5 årene, som er på 23% av salgsinntektene. Vi vil benytte denne prosentsetsen for våre prognoser.

#### 7.5 Andre driftskostnader

Vi har sammenlignet andre driftskostnader med salgsinntekter ved hjelp av historiske regnskapstall fra 2004 til 2012, alle tall i tusen:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Andre driftskostnader	8 687	9 675	12 681	16 496	16 455	10 486	18 651	14 534	16 917	13 842
Endring i %		0,11	0,31	0,30	0,00	-0,36	0,78	-0,22	0,16	0,14
Som % av SI	0,14	0,13	0,12	0,14	0,19	0,14	0,19	0,16	0,19	0,16

Gjennomsnittet for denne perioden er 16%. Andre driftskostnader har svingt rundt dette gjennomsnittet av salgsinntekter i perioden. Vi har valgt å benytte gjennomsnittet for hele perioden, 16%, i vår prognose.

#### 7.6 Investeringer

##### 7.6.1 Grunninvesteringer

Bedriftens gjennomsnittlige grunninvesteringer har mellom 2007 og 2011 vært på 3 100 000 NOK. Her har vi valgt å se bort i fra 2012, siden bedriften hadde unormalt store investeringer i 2012 som i følge bedriften ikke er sannsynlig at gjentar seg. I følge bedriften er estimatet på 3,1 millioner per år veldig sannsynlig. Vi har derfor valgt å benytte 3,1 millioner for 2012, for deretter å inflasjonsjustere det for de øvrige årene.



### 7.6.2 Vekstinvestering

Bedriften har, som tidligere nevnt i oppgaven, planer om å utvide. Men i hvor stor grad, i hvilken retning og når er fortsatt ukjent. På grunn av dette vil vi ikke legge inn vekstinvesteringer i våre prognoser siden dette etter vår mening vil være preget av for mye usikkerhet.

### 7.7 Avskrivninger

Vi har sett på historiske regnskapstall på bedriftens avskrivninger fra 2004 til 2012:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Varige driftsmidler	34 885	33 591	30 872	32 133	36 297	32 484	29 630	30 281	30 295	32 274
Avskrivninger	1 901	3 052	3 328	3 572	3 906	3 003	2 877	2 392	2 276	2 923
Avskrivningsatts	0,05	0,09	0,11	0,11	0,11	0,09	0,10	0,08	0,08	<b>0,09</b>

Vi har valgt å benytte gjennomsnittet på 9% som avskrivningsatts i våre prognoser. Tabellen under viser de estimerte investeringene og avskrivningene i årene fremover.

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
UB Varige driftsmidler	31 119 000	31 476 460	31 880 964	32 330 235	32 822 251	33 355 226
Investeringer	3 100 000	3 177 500	3 256 938	3 338 361	3 421 820	3 507 365
IB Varige driftsmidler	30 295 000	31 119 000	31 476 460	31 880 964	32 330 235	32 822 251
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391

### 7.8 Endring i arbeidskapital

#### 7.8.1 Endring i kundefordringer

Vi har sett på kundefordringer i prosent av salgsinntekter på regnskapstall fra årene 2004 til 2012, alle tall i tusen:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Kundefordringer	3 067	6 260	9 132	13 221	5 282	9 131	13 311	12 803	12 848	9 451
Endring i kr.		3 193	2 872	4 089	-7 939	3 849	4 180	-508	45	1 223
Endring i %		1,04	0,46	0,45	-0,60	0,73	0,46	-0,04	0,00	0,31
Som % av SI	0,05	0,09	0,09	0,11	0,06	0,12	0,14	0,14	0,14	0,10

Kundefordringene har i denne perioden vært i gjennomsnitt 10% av salgsinntektene, og vi vil benytte dette i våre prognoser.

### 7.8.2 Endring i leverandørgjeld

Vi har sett på historiske tall for leverandørgjeld i forhold til varekostnaden for årene 2004 til 2012, alle tall i tusen:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Leverandørgjeld	1 770	2 113	2 199	2 780	2 085	1 556	2 351	3 397	1 845	2 233
Endring i kr.		343	86	581	-695	-529	795	1 046	-1 552	9
Endring i %		0,19	0,04	0,26	-0,25	-0,25	0,51	0,44	-0,46	0,06
Som % av varekostnad	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,07	0,04	0,05

Som vi ser av tabellen har leverandørgjelden i denne perioden vært på i gjennomsnitt 5% av varekostnaden. Vi vil benytte 5% i våre prognoser.

### 7.8.3 Endring i varelager

Vi har sett på regnskapstall fra 2004 til 2012 for å se på sammenhengen mellom varelager og varekostnad. Alle tallene i tabellen er i tusen kroner:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Varelager	6 232	7 135	7 516	21 980	21 491	13 291	10 549	10 987	12 198	12 375
Endring i kr.		903	381	14 464	-489	-8 200	-2 742	438	1 211	746
Endring i %		0,14	0,05	1,92	-0,02	-0,38	-0,21	0,04	0,11	0,21
Som % av varekostnad	0,19	0,18	0,13	0,35	0,45	0,38	0,22	0,22	0,24	0,26

Slik tabellen viser har varelageret vært i gjennomsnitt 26% av varekostnaden. Vi velger å benytte denne prosentsetningen i våre prognoser.

## 7.9 Skatt

Vi forutsetter en skattesats på 28% med momentan utbetaling i vår prognostisering.

## 7.10 Valutakurser

I denne oppgaven forutsetter vi at alle eksportinntektene kommer som følge av transaksjoner i euro.

I oppgavens punkt 4.2.2 gikk vi inn på fremtidige valutakurser og presenterte DNB sine valutaprognoser. Vi vil benytte disse valutakursene i vår prognose. Det siste året i DNB sine prognoser er for år 2016 med en eurokurs på 7,7. Vi velger

derfor å benytte kursen for 2016 også for 2017, siden vi ikke har noe grunnlag for å estimere denne.

## 8.0 Verdsettelse

I kapittel 7 la vi grunnlaget for våre prognoser for utviklingen til HitraMat i fremtiden. Ut i fra prognosene våre har vi kommet frem til følgende fremtidig kontantstrøm:

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Gjennomsnittlig krabbepreis norge kg	79,31	83,27	87,43	91,81	96,40	101,22
Solgt mengde norge kg	787 170	918 365	1 029 000	1 029 000	1 029 000	1 029 000
Omsetning norge	62 427 053	76 473 140	89 970 114	94 468 620	99 192 051	104 151 654
Gjennomsnittlig krabbepreis eksport kg	50,37	52,04	54,94	59,24	63,02	66,18
Solgt mengde eksport kg	524 780	393 585	441 000	441 000	441 000	441 000
Omsetning eksport	26 434 227	20 481 623	24 227 445	26 126 353	27 793 627	29 183 308
Sum Salgsinntekt	88 861 280	96 954 763	114 197 560	120 594 973	126 985 678	133 334 962
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>88 861 280</b>	<b>96 954 763</b>	<b>114 197 560</b>	<b>120 594 973</b>	<b>126 985 678</b>	<b>133 334 962</b>
<b>Variable kostnader</b>	<b>72 491 405</b>	<b>72 716 072</b>	<b>85 648 170</b>	<b>90 446 230</b>	<b>95 239 258</b>	<b>100 001 221</b>
Varekostnader	50 732 909	50 416 477	59 382 731	62 709 386	66 032 553	69 334 180
Lønnskostnader	21 758 496	22 299 595	26 265 439	27 736 844	29 206 706	30 667 041
<b>Faste kostnader</b>	<b>19 193 128</b>	<b>18 332 802</b>	<b>21 124 044</b>	<b>22 184 286</b>	<b>23 247 512</b>	<b>24 307 985</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Annen driftskostnad	16 917 128	15 512 762	18 271 610	19 295 196	20 317 708	21 333 594
<b>Sum driftskostnad</b>	<b>91 684 533</b>	<b>91 048 874</b>	<b>106 772 213</b>	<b>112 630 516</b>	<b>118 486 771</b>	<b>124 309 206</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>-2 823 253</b>	<b>5 905 889</b>	<b>7 425 346</b>	<b>7 964 458</b>	<b>8 498 907</b>	<b>9 025 756</b>
Skatt	790 511	-1 653 649	-2 079 097	-2 230 048	-2 379 694	-2 527 212
<b>EBIT (1-s)</b>	<b>-2 032 742</b>	<b>4 252 240</b>	<b>5 346 249</b>	<b>5 734 409</b>	<b>6 119 213</b>	<b>6 498 544</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Endring i arbeidskapital:	10 226	-742 897	-3 607 193	-1 338 339	-1 336 935	-1 328 270
Endring i varelager (+red/-økn)	-437 266	82 272	-2 331 226	-864 930	-864 023	-858 423
Endring i leverandørgjeld (+økn/-red)	84 090	-15 822	448 313	166 333	166 158	165 081
Endring i kundefordringer (+red/-økn)	363 402	-809 348	-1 724 280	-639 741	-639 070	-634 928
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>253 484</b>	<b>6 329 382</b>	<b>4 591 490</b>	<b>7 285 161</b>	<b>7 712 082</b>	<b>8 144 665</b>
Investeringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
Grunninvesteringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
<b>Free Cash Flow to Firm</b>	<b>-2 846 516</b>	<b>3 151 882</b>	<b>1 334 553</b>	<b>3 946 800</b>	<b>4 290 262</b>	<b>4 637 299</b>
Terminalverdi						95 026 626
<b>Nåverdi av terminalverdi</b>	<b>66 562 299</b>					
<b>Nåverdi</b>	<b>77 471 313</b>					
Rentebærende gjeld	49 610 534					
<b>Verdi av EK</b>	<b>27 860 779</b>					

Siden vi skal verdsette HitraMat for eierne som et going concern besluttet vi å benytte FCFF metoden til vår verdsettelse. Dette gikk vi nærmere inn på under oppgavens punkt 2.3. Ved å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen og terminalverdien med avkastningskravet har vi kommet frem til en verdi av selskapet på 77 471 313 NOK. Ved å trekke fra den rentebærende gjelden, ender vi opp med en verdi av egenkapitalen på 27 860 779 NOK.

Den korte estimeringsperioden på fem år er den største grunnen til at terminalverdien utgjør rundt 86% av nåverdien. Dette er også med på å bidra til økt usikkerhet knyttet til selskapsverdien. Noe av grunnen til dette er at vekstfaktoren man legger til grunn for terminalverdiberegningen påvirker nåverdien i veldig stor grad. Det er derfor stor usikkerhet knyttet opp til valget av denne vekstfaktoren. I denne verdsettelsen har vi besluttet å benytte en vekstfaktor lik inflasjonsmålet på 2,5% for firmaets evige vekst. Dette er fordi firmaets evige

---

vekst ikke kan overstige den generelle veksten i økonomien, slik vi gikk inn på i oppgavens punkt 2.1.1.

## 9.0 Følsomhetsanalyse

Det er stor usikkerhet knyttet opp til en verdsettelse. Det er umulig å spå fremtiden, og det er derfor et stort antall faktorer som vil påvirke selskapets nåverdi. For å se hvordan nåverdien blir påvirket av å endre noen av faktorene i vår verdsettelse har vi besluttet å gjennomføre en følsomhetsanalyse.

Følsomhetsanalysen vil bestå av seks scenarier. Valget av hvilke faktorer som skal endres ble tatt med bakgrunn i hva som har størst påvirkningskraft for bedriften. Bedriften har per dags dato ikke noen valutasikringsstrategi, og er derfor utsatt for svingninger i valutakurser. Vi vil derfor utvikle to scenarier hvor eurokursen avviker fra prognosene med henholdsvis -10% og +10%.

En annen faktor som påvirker bedriften i stor grad og som er preget av mye usikkerhet er mottak av råstoff. Dette gikk vi nærmere inn på under den interne og eksterne analysen. Som tidligere nevnt under den eksterne analysen opplever bedriften at mottak av råstoff er en begrensning for salgsvolumet. Vi vil derfor utvikle to scenarier der salgsvolumet avviker fra våre prognoser med henholdsvis -10% og + 10% som følge av økt mottak av råstoff.

En tredje faktor som det er knyttet stor usikkerhet til og som har en stor innvirkning på nåverdien er beta. Siden vi estimerte selskapets betaverdi gjennom en integrert risikoanalyse som preget av usikkerhet vil vi se hvordan endringer i betaverdien vil slå ut i selskapets nåverdi og verdien av egenkapitalen. Vi vil derfor utvikle to scenarier der betaverdien i avkastningskravet er på henholdsvis 1 og 1,5.

### *9.1 Scenario 1 – 10% nedgang i eurokurs*

Dette scenarioet viser effekten et avvik på -10% fra DNBs valutaprognoser får på bedriftens og egenkapitalens nåverdi. Dette scenarioet forutsetter at eksportmengden ikke vil bli påvirket av svingninger i valutakursen, men at mengden er stabil. Vi tar dermed bare hensyn til hvilken effekt valutasvingningen vil ha på innbetalingene.

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Gjennomsnittlig krabbepreis norge kg	79,31	83,27	87,43	91,81	96,40	101,22
Solgt mengde norge kg	787 170	918 365	1 029 000	1 029 000	1 029 000	1 029 000
Omsetning norge	62 427 053	76 473 140	89 970 114	94 468 620	99 192 051	104 151 654
Gjennomsnittlig krabbepreis eksport kg	50,37	46,83	49,44	53,32	56,72	59,56
Solgt mengde eksport kg	524 780	393 585	441 000	441 000	441 000	441 000
Omsetning eksport	26 434 227	18 433 461	21 804 701	23 513 718	25 014 264	26 264 977
Sum Salgsinntekt	88 861 280	94 906 600	111 774 815	117 982 338	124 206 315	130 416 631
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>88 861 280</b>	<b>94 906 600</b>	<b>111 774 815</b>	<b>117 982 338</b>	<b>124 206 315</b>	<b>130 416 631</b>
<b>Variable kostnader</b>	<b>72 491 405</b>	<b>71 179 950</b>	<b>83 831 111</b>	<b>88 486 753</b>	<b>93 154 736</b>	<b>97 812 473</b>
Varekostnader	50 732 909	49 351 432	58 122 904	61 350 816	64 587 284	67 816 648
Lønnskostnader	21 758 496	21 828 518	25 708 207	27 135 938	28 567 453	29 995 825
<b>Faste kostnader</b>	<b>19 193 128</b>	<b>18 005 096</b>	<b>20 736 404</b>	<b>21 766 264</b>	<b>22 802 814</b>	<b>23 841 052</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Annen driftskostnad	16 917 128	15 185 056	17 883 970	18 877 174	19 873 010	20 866 661
<b>Sum driftskostnad</b>	<b>91 684 533</b>	<b>89 185 046</b>	<b>104 567 516</b>	<b>110 253 017</b>	<b>115 957 551</b>	<b>121 653 525</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>-2 823 253</b>	<b>5 721 554</b>	<b>7 207 299</b>	<b>7 729 320</b>	<b>8 248 764</b>	<b>8 763 106</b>
Skatt	790 511	-1 602 035	-2 018 044	-2 164 210	-2 309 654	-2 453 670
<b>EBIT (1-s)</b>	<b>-2 032 742</b>	<b>4 119 519</b>	<b>5 189 256</b>	<b>5 565 111</b>	<b>5 939 110</b>	<b>6 309 436</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Endring i arbeidskapital:	10 226	-314 422	-3 528 830	-1 298 614	-1 302 056	-1 299 198
Endring i varelager (+red/-økn)	-437 266	359 184	-2 280 583	-839 257	-841 482	-839 635
Endring i leverandørgjeld (+økn/-red)	84 090	-69 074	438 574	161 396	161 823	161 468
Endring i kundefordringer (+red/-økn)	363 402	-604 532	-1 686 821	-620 398	-622 398	-621 032
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>253 484</b>	<b>6 625 137</b>	<b>4 512 859</b>	<b>7 155 587</b>	<b>7 566 858</b>	<b>7 984 629</b>
Investeringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
Grunninvesteringer						
<b>Free Cash Flow to Firm</b>	<b>-2 846 516</b>	<b>3 447 637</b>	<b>1 255 922</b>	<b>3 817 226</b>	<b>4 145 038</b>	<b>4 477 264</b>
Terminalverdi						91 747 206
<b>Nåverdi av terminalverdi</b>	<b>64 265 198</b>					
<b>Nåverdi</b>	<b>75 055 466</b>					
Rentebærende gjeld	49 610 534					
<b>Verdi av EK</b>	<b>25 444 932</b>					

Scenario 1 gir en nåverdi på 75 055 466 NOK, og en verdi av egenkapitalen på 25 444 932 NOK.

## 9.2 Scenario 2 –10% oppgang i eurokurs

Dette scenarioet viser hvilken effekt et avvik på +10% fra DNBs valutaprognoiser vil ha på kontantstrømmen. I likhet med Scenario 1 er det kun effekten valutasingningen har på innbetalingene som tas hensyn til, og ikke på eksportmengden.

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Gjennomsnittlig krabbepreis norge kg	79,31	83,27	87,43	91,81	96,40	101,22
Solgt mengde norge kg	787 170	918 365	1 029 000	1 029 000	1 029 000	1 029 000
Omsetning norge	62 427 053	76 473 140	89 970 114	94 468 620	99 192 051	104 151 654
Gjennomsnittlig krabbepreis eksport kg	50,37	57,24	60,43	65,17	69,33	72,79
Solgt mengde eksport kg	524 780	393 585	441 000	441 000	441 000	441 000
Omsetning eksport	26 434 227	22 529 785	26 650 190	28 738 988	30 572 990	32 101 639
Sum Salgsinntekt	88 861 280	99 002 925	116 620 304	123 207 608	129 765 041	136 253 293
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>88 861 280</b>	<b>99 002 925</b>	<b>116 620 304</b>	<b>123 207 608</b>	<b>129 765 041</b>	<b>136 253 293</b>
<b>Variable kostnader</b>	<b>72 491 405</b>	<b>74 252 194</b>	<b>87 465 228</b>	<b>92 405 706</b>	<b>97 323 780</b>	<b>102 189 969</b>
Varekostnader	50 732 909	51 481 521	60 642 558	64 067 956	67 477 821	70 851 712
Lønnskostnader	21 758 496	22 770 673	26 822 670	28 337 750	29 845 959	31 338 257
<b>Faste kostnader</b>	<b>19 193 128</b>	<b>18 660 508</b>	<b>21 511 683</b>	<b>22 602 307</b>	<b>23 692 211</b>	<b>24 774 918</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Annen driftskostnad	16 917 128	15 840 468	18 659 249	19 713 217	20 762 407	21 800 527
<b>Sum driftskostnad</b>	<b>91 684 533</b>	<b>92 912 702</b>	<b>108 976 911</b>	<b>115 008 014</b>	<b>121 015 991</b>	<b>126 964 887</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>-2 823 253</b>	<b>6 090 223</b>	<b>7 643 393</b>	<b>8 199 595</b>	<b>8 749 050</b>	<b>9 288 405</b>
Skatt	790 511	-1 705 263	-2 140 150	-2 295 887	-2 449 734	-2 600 753
<b>EBIT (1-s)</b>	<b>-2 032 742</b>	<b>4 384 961</b>	<b>5 503 243</b>	<b>5 903 708</b>	<b>6 299 316</b>	<b>6 687 652</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Endring i arbeidskapital:	10 226	-1 171 373	-3 685 556	-1 378 064	-1 371 815	-1 357 342
Endring i varelager (+red/-økn)	-437 266	-194 639	-2 381 870	-890 604	-886 565	-877 212
Endring i leverandørgjeld (+økn/-red)	84 090	37 431	458 052	171 270	170 493	168 695
Endring i kundefordringer (+red/-økn)	363 402	-1 014 165	-1 761 738	-658 730	-655 743	-648 825
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>253 484</b>	<b>6 033 628</b>	<b>4 670 122</b>	<b>7 414 734</b>	<b>7 857 305</b>	<b>8 304 701</b>
Investeringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
Grunninvesteringer						
<b>Free Cash Flow to Firm</b>	<b>-2 846 516</b>	<b>2 856 128</b>	<b>1 413 184</b>	<b>4 076 373</b>	<b>4 435 485</b>	<b>4 797 335</b>
Terminalverdi						98 306 046
<b>Nåverdi av terminalverdi</b>	<b>68 859 400</b>					
<b>Nåverdi</b>	<b>79 887 161</b>					
Rentebærende gjeld	49 610 534					
<b>Verdi av EK</b>	<b>30 276 627</b>					

Scenario 2 gir en nåverdi på 79 887 161 NOK, og en verdi av egenkapitalen på 30 276 627 NOK.

### 9.3 Scenario 3 – 10% nedgang i salgsvolum

Scenario 3 viser hvordan en nedgang på 10% i salgsvolumet vil påvirke kontantstrømmen og nåverdien av bedriften og egenkapitalen.

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Gjennomsnittlig krabbepriis norge kg	79,31	83,27	87,43	91,81	96,40	101,22
Solgt mengde norge kg	787 170	826 529	926 100	926 100	926 100	926 100
Omsetning norge	62 427 053	68 825 826	80 973 103	85 021 758	89 272 846	93 736 488
Gjennomsnittlig krabbepriis eksport kg	50,37	52,04	54,94	59,24	63,02	66,18
Solgt mengde eksport kg	524 780	354 227	396 900	396 900	396 900	396 900
Omsetning eksport	26 434 227	18 433 461	21 804 701	23 513 718	25 014 264	26 264 977
Sum Salgsinntekt	88 861 280	87 259 286	102 777 804	108 535 476	114 287 110	120 001 466
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>88 861 280</b>	<b>87 259 286</b>	<b>102 777 804</b>	<b>108 535 476</b>	<b>114 287 110</b>	<b>120 001 466</b>
<b>Variable kostnader</b>	<b>72 491 405</b>	<b>65 444 465</b>	<b>77 083 353</b>	<b>81 401 607</b>	<b>85 715 333</b>	<b>90 001 099</b>
Varekostnader	50 732 909	45 374 829	53 444 458	56 438 447	59 429 297	62 400 762
Lønnskostnader	21 758 496	20 069 636	23 638 895	24 963 159	26 286 035	27 600 337
<b>Faste kostnader</b>	<b>19 193 128</b>	<b>16 781 526</b>	<b>19 296 883</b>	<b>20 254 766</b>	<b>21 215 742</b>	<b>22 174 626</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Annen driftskostnad	16 917 128	13 961 486	16 444 449	17 365 676	18 285 938	19 200 235
<b>Sum driftskostnad</b>	<b>91 684 533</b>	<b>82 225 991</b>	<b>96 380 235</b>	<b>101 656 373</b>	<b>106 931 074</b>	<b>112 175 725</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>-2 823 253</b>	<b>5 033 296</b>	<b>6 397 568</b>	<b>6 879 103</b>	<b>7 356 036</b>	<b>7 825 741</b>
Skatt	790 511	-1 409 323	-1 791 319	-1 926 149	-2 059 690	-2 191 207
<b>EBIT (1-s)</b>	<b>-2 032 742</b>	<b>3 623 973</b>	<b>4 606 249</b>	<b>4 952 954</b>	<b>5 296 346</b>	<b>5 634 533</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Endring i arbeidskapital:	10 226	1 285 396	-3 246 474	-1 204 505	-1 203 242	-1 195 443
Endring i varelager (+red/-økn)	-437 266	1 393 101	-2 098 104	-778 437	-777 621	-772 581
Endring i leverandørgjeld (+økn/-red)	84 090	-267 904	403 481	149 699	149 542	148 573
Endring i kundefordringer (+red/-økn)	363 402	160 199	-1 551 852	-575 767	-575 163	-571 436
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>253 484</b>	<b>7 729 409</b>	<b>4 212 209</b>	<b>6 637 539</b>	<b>7 022 908</b>	<b>7 413 481</b>
Investeringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
Grunninvesteringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
<b>Free Cash Flow to Firm</b>	<b>-2 846 516</b>	<b>4 551 909</b>	<b>955 272</b>	<b>3 299 178</b>	<b>3 601 088</b>	<b>3 906 116</b>
Terminalverdi						80 043 357
<b>Nåverdi av terminalverdi</b>	<b>56 067 126</b>					
<b>Nåverdi</b>	<b>66 397 420</b>					
Rentebærende gjeld	49 610 534					
<b>Verdi av EK</b>	<b>16 786 886</b>					

Scenario 3 gir en nåverdi på 66 397 420 NOK, og en verdi av egenkapitalen på 16 786 886 NOK.

### 9.4 Scenario 4 – 10% økning i salgsvolum

Scenario 4 viser hvordan 10% økning i salgsvolumet som følge av økt tilgang til råstoff. Det er derfor en forutsetning at etterspørselen er større eller lik tilbudet, slik at bedriften får solgt den økte mengden.

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Gjennomsnittlig krabbepris norge kg	79,31	83,27	87,43	91,81	96,40	101,22
Solgt mengde norge kg	787 170	1 010 202	1 131 900	1 131 900	1 131 900	1 131 900
Omsetning norge	62 427 053	84 120 454	98 967 126	103 915 482	109 111 256	114 566 819
Gjennomsnittlig krabbepris eksport kg	50,37	52,04	54,94	59,24	63,02	66,18
Solgt mengde eksport kg	524 780	432 944	485 100	485 100	485 100	485 100
Omsetning eksport	26 434 227	22 529 785	26 650 190	28 738 988	30 572 990	32 101 639
Sum Salgsinntekt	88 861 280	106 650 239	125 617 315	132 654 470	139 684 246	146 668 458
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>88 861 280</b>	<b>106 650 239</b>	<b>125 617 315</b>	<b>132 654 470</b>	<b>139 684 246</b>	<b>146 668 458</b>
<b>Variable kostnader</b>	<b>72 491 405</b>	<b>79 987 679</b>	<b>94 212 987</b>	<b>99 490 853</b>	<b>104 763 184</b>	<b>110 001 344</b>
Varekostnader	50 732 909	55 458 124	65 321 004	68 980 325	72 635 808	76 267 598
Lønnskostnader	21 758 496	24 529 555	28 891 983	30 510 528	32 127 377	33 733 745
<b>Faste kostnader</b>	<b>19 193 128</b>	<b>19 884 078</b>	<b>22 951 204</b>	<b>24 113 805</b>	<b>25 279 283</b>	<b>26 441 344</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Annen driftskostnad	16 917 128	17 064 038	20 098 770	21 224 715	22 349 479	23 466 953
<b>Sum driftskostnad</b>	<b>91 684 533</b>	<b>99 871 758</b>	<b>117 164 191</b>	<b>123 604 658</b>	<b>130 042 468</b>	<b>136 442 688</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>-2 823 253</b>	<b>6 778 482</b>	<b>8 453 124</b>	<b>9 049 812</b>	<b>9 641 778</b>	<b>10 225 770</b>
Skatt	790 511	-1 897 975	-2 366 875	-2 533 947	-2 699 698	-2 863 216
<b>EBIT (1-s)</b>	<b>-2 032 742</b>	<b>4 880 507</b>	<b>6 086 250</b>	<b>6 515 865</b>	<b>6 942 080</b>	<b>7 362 555</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Endring i arbeidskapital:	10 226	-2 771 191	-3 967 912	-1 472 173	-1 470 629	-1 461 097
Endring i varelager (+red/-økn)	-437 266	-1 228 556	-2 564 349	-951 423	-950 426	-944 266
Endring i leverandørgjeld (+økn/-red)	84 090	236 261	493 144	182 966	182 774	181 590
Endring i kundefordringer (+red/-økn)	363 402	-1 778 896	-1 896 708	-703 715	-702 978	-698 421
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>253 484</b>	<b>4 929 356</b>	<b>4 970 771</b>	<b>7 932 782</b>	<b>8 401 255</b>	<b>8 875 848</b>
Investeringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
Grunninvesteringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
<b>Free Cash Flow to Firm</b>	<b>-2 846 516</b>	<b>1 751 856</b>	<b>1 713 834</b>	<b>4 594 421</b>	<b>4 979 435</b>	<b>5 368 483</b>
Terminalverdi						110 009 895
<b>Nåverdi av terminalverdi</b>	<b>77 057 471</b>					
<b>Nåverdi</b>	<b>88 545 206</b>					
Rentebærende gjeld	49 610 534					
<b>Verdi av EK</b>	<b>38 934 672</b>					

Scenario 4 gir en nåverdi på 88 545 206 NOK og en egenkapitalverdi på 38 934 672 NOK.

### 9.5 Scenario 5 – Beta = 1

Scenario 5 viser hvordan en betaverdi på 1 vil påvirke nåverdien og verdien av egenkapitalen. En beta på 1 gir en WACC på 6,63% (Vedlegg 9).

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Gjennomsnittlig krabbepris norge kg	79,31	83,27	87,43	91,81	96,40	101,22
Solgt mengde norge kg	787 170	918 365	1 029 000	1 029 000	1 029 000	1 029 000
Omsetning norge	62 427 053	76 473 140	89 970 114	94 468 620	99 192 051	104 151 654
Gjennomsnittlig krabbepris eksport kg	50,37	52,04	54,94	59,24	63,02	66,18
Solgt mengde eksport kg	524 780	393 585	441 000	441 000	441 000	441 000
Omsetning eksport	26 434 227	20 481 623	24 227 445	26 126 353	27 793 627	29 183 308
Sum Salgsinntekt	88 861 280	96 954 763	114 197 560	120 594 973	126 985 678	133 334 962
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>88 861 280</b>	<b>96 954 763</b>	<b>114 197 560</b>	<b>120 594 973</b>	<b>126 985 678</b>	<b>133 334 962</b>
<b>Variable kostnader</b>	<b>72 491 405</b>	<b>72 716 072</b>	<b>85 648 170</b>	<b>90 446 230</b>	<b>95 239 258</b>	<b>100 001 221</b>
Varekostnader	50 732 909	50 416 477	59 382 731	62 709 386	66 032 553	69 334 180
Lønnskostnader	21 758 496	22 299 595	26 265 439	27 736 844	29 206 706	30 667 041
<b>Faste kostnader</b>	<b>19 193 128</b>	<b>18 332 802</b>	<b>21 124 044</b>	<b>22 184 286</b>	<b>23 247 512</b>	<b>24 307 985</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Annen driftskostnad	16 917 128	15 512 762	18 271 610	19 295 196	20 317 708	21 333 594
<b>Sum driftskostnad</b>	<b>91 684 533</b>	<b>91 048 874</b>	<b>106 772 213</b>	<b>112 630 516</b>	<b>118 486 771</b>	<b>124 309 206</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>-2 823 253</b>	<b>5 905 889</b>	<b>7 425 346</b>	<b>7 964 458</b>	<b>8 498 907</b>	<b>9 025 756</b>
Skatt	790 511	-1 653 649	-2 079 097	-2 230 048	-2 379 694	-2 527 212
<b>EBIT (1-s)</b>	<b>-2 032 742</b>	<b>4 252 240</b>	<b>5 346 249</b>	<b>5 734 409</b>	<b>6 119 213</b>	<b>6 498 544</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Endring i arbeidskapital:	10 226	-742 897	-3 607 193	-1 338 339	-1 336 935	-1 328 270
Endring i varelager (+red/-økn)	-437 266	82 272	-2 331 226	-864 930	-864 023	-858 423
Endring i leverandørgjeld (+økn/-red)	84 090	-15 872	448 313	166 333	166 158	165 081
Endring i kundefordringer (+red/-økn)	363 402	-809 348	-1 724 280	-639 741	-639 070	-634 928
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>253 484</b>	<b>6 329 382</b>	<b>4 591 490</b>	<b>7 285 161</b>	<b>7 712 082</b>	<b>8 144 665</b>
Investeringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
Grunninvesteringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
<b>Free Cash Flow to Firm</b>	<b>-2 846 516</b>	<b>3 151 882</b>	<b>1 334 553</b>	<b>3 946 800</b>	<b>4 290 262</b>	<b>4 637 299</b>
Terminalverdi						112 283 277
<b>Nåverdi av terminalverdi</b>	<b>81 455 054</b>					
<b>Nåverdi</b>	<b>92 676 395</b>					
Rentebærende gjeld	49 610 534					
<b>Verdi av EK</b>	<b>43 065 861</b>					

Scenario 5 gir en nåverdi på 92 676 395 NOK og en verdi av egenkapitalen på 43 065 861 NOK.

### 9.6 Scenario 6 – Beta = 1,5

Scenario 6 viser hvordan en beta på 1,5 påvirker nåverdien og verdien av egenkapitalen. En beta på 1,5 gir en WACC på 7,70% (Vedlegg 9).

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Gjennomsnittlig krabbepris norge kg	79,31	83,27	87,43	91,81	96,40	101,22
Solgt mengde norge kg	787 170	918 365	1 029 000	1 029 000	1 029 000	1 029 000
Omsetning norge	62 427 053	76 473 140	89 970 114	94 468 620	99 192 051	104 151 654
Gjennomsnittlig krabbepris eksport kg	50,37	52,04	54,94	59,24	63,02	66,18
Solgt mengde eksport kg	524 780	393 585	441 000	441 000	441 000	441 000
Omsetning eksport	26 434 227	20 481 623	24 227 445	26 126 353	27 793 627	29 183 308
Sum Salgsinntekt	88 861 280	96 954 763	114 197 560	120 594 973	126 985 678	133 334 962
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>88 861 280</b>	<b>96 954 763</b>	<b>114 197 560</b>	<b>120 594 973</b>	<b>126 985 678</b>	<b>133 334 962</b>
<b>Variable kostnader</b>	<b>72 491 405</b>	<b>72 716 072</b>	<b>85 648 170</b>	<b>90 446 230</b>	<b>95 239 258</b>	<b>100 001 221</b>
Varekostnader	50 732 909	50 416 477	59 382 731	62 709 386	66 032 553	69 334 180
Lønnskostnader	21 758 496	22 299 595	26 265 439	27 736 844	29 206 706	30 667 041
<b>Faste kostnader</b>	<b>19 193 128</b>	<b>18 332 802</b>	<b>21 124 044</b>	<b>22 184 286</b>	<b>23 247 512</b>	<b>24 307 985</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Annen driftskostnad	16 917 128	15 512 762	18 271 610	19 295 196	20 317 708	21 333 594
<b>Sum driftskostnad</b>	<b>91 684 533</b>	<b>91 048 874</b>	<b>106 772 213</b>	<b>112 630 516</b>	<b>118 486 771</b>	<b>124 309 206</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>-2 823 253</b>	<b>5 905 889</b>	<b>7 425 346</b>	<b>7 964 458</b>	<b>8 498 907</b>	<b>9 025 756</b>
Skatt	790 511	-1 653 649	-2 079 097	-2 230 048	-2 379 694	-2 527 212
<b>EBIT (1-s)</b>	<b>-2 032 742</b>	<b>4 252 240</b>	<b>5 346 249</b>	<b>5 734 409</b>	<b>6 119 213</b>	<b>6 498 544</b>
Avskrivninger	2 276 000	2 820 040	2 852 434	2 889 090	2 929 804	2 974 391
Endring i arbeidskapital:	10 226	-742 897	-3 607 193	-1 338 339	-1 336 935	-1 328 270
Endring i varelager (+red/-økn)	-437 266	82 272	-2 331 226	-864 930	-864 023	-858 423
Endring i leverandørgjeld (+økn/-red)	84 090	-15 872	448 313	166 333	166 158	165 081
Endring i kundefordringer (+red/-økn)	363 402	-809 348	-1 724 280	-639 741	-639 070	-634 928
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>253 484</b>	<b>6 329 382</b>	<b>4 591 490</b>	<b>7 285 161</b>	<b>7 712 082</b>	<b>8 144 665</b>
Investeringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
Grunninvesteringer	-3 100 000	-3 177 500	-3 256 938	-3 338 361	-3 421 820	-3 507 365
<b>Free Cash Flow to Firm</b>	<b>-2 846 516</b>	<b>3 151 882</b>	<b>1 334 553</b>	<b>3 946 800</b>	<b>4 290 262</b>	<b>4 637 299</b>
Terminalverdi						89 178 834
<b>Nåverdi av terminalverdi</b>	<b>61 543 653</b>					
<b>Nåverdi</b>	<b>72 322 598</b>					
Rentebærende gjeld	49 610 534					
<b>Verdi av EK</b>	<b>22 712 064</b>					

Scenario 6 gir en nåverdi på 72 322 598 NOK og en verdi av egenkapitalen på 22 712 064 NOK.

### 9.7 Oppsummering av følsomhetsanalyse

Etter scenarioanalysene kan vi oppsummere resultatene i denne tabellen:

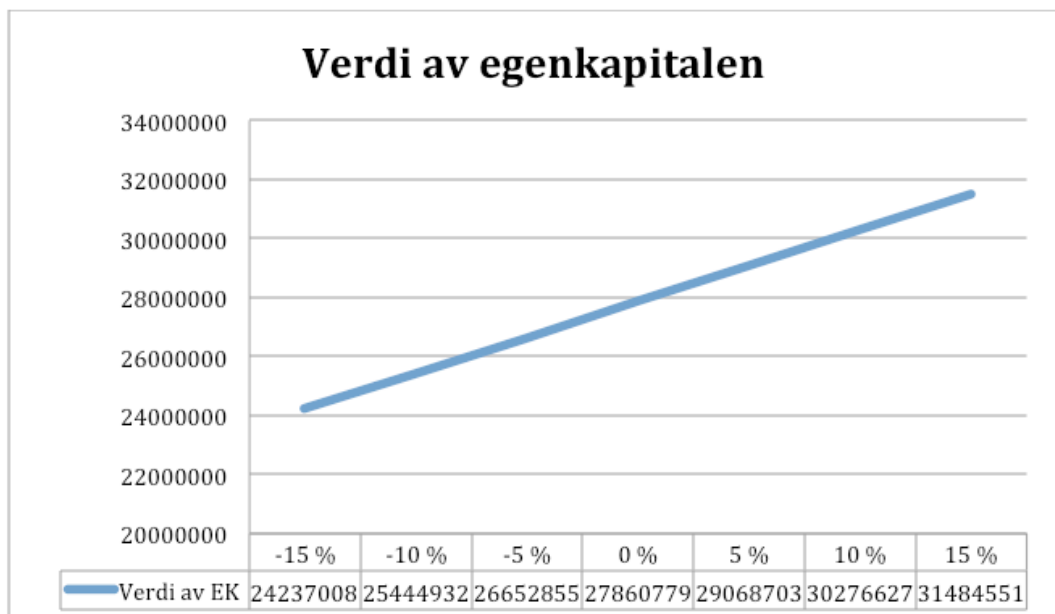
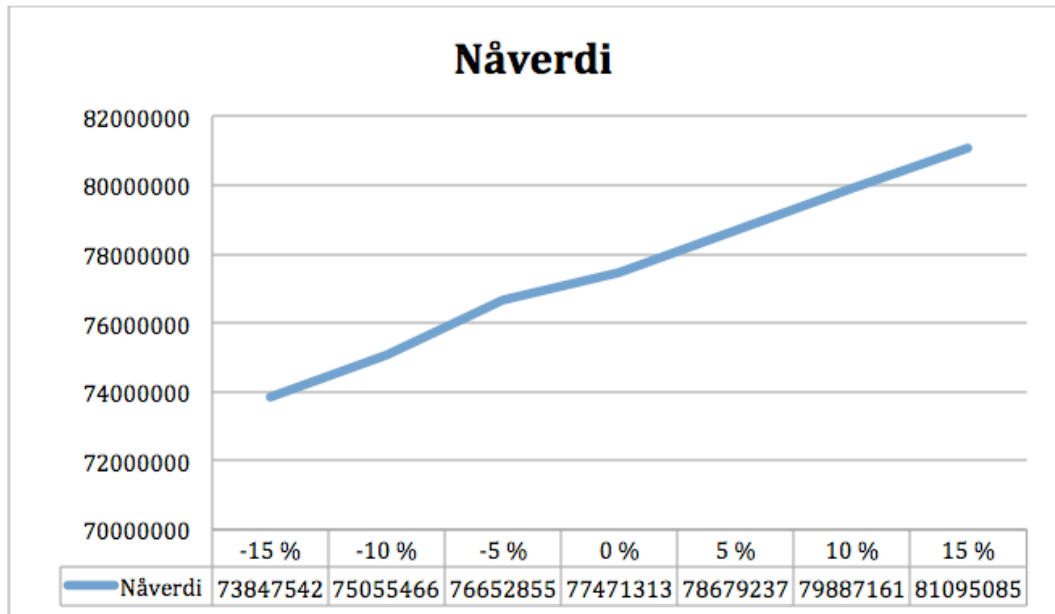
	Nåverdi	Verdi av egenkapital
Scenario 1	75 055 466	25 444 932
Scenario 2	79 887 161	30 276 627
Scenario 3	66 397 420	16 786 886
Scenario 4	88 545 206	38 934 672
Scenario 5	92 676 395	43 065 861
Scenario 6	72 322 589	22 712 064

Som tabellen viser gav resultatene av scenarioene et spenn på fra 16,8 MNOK til 43,1 MNOK på egenkapitalverdien og fra 66,4 MNOK til 92,7 MNOK i nåverdi på selskapet. Dette viser hvor stor usikkerhet som er knyttet til verdsettelsen og hvordan endringer i enkelte faktorer gir utslag i nåverdien.



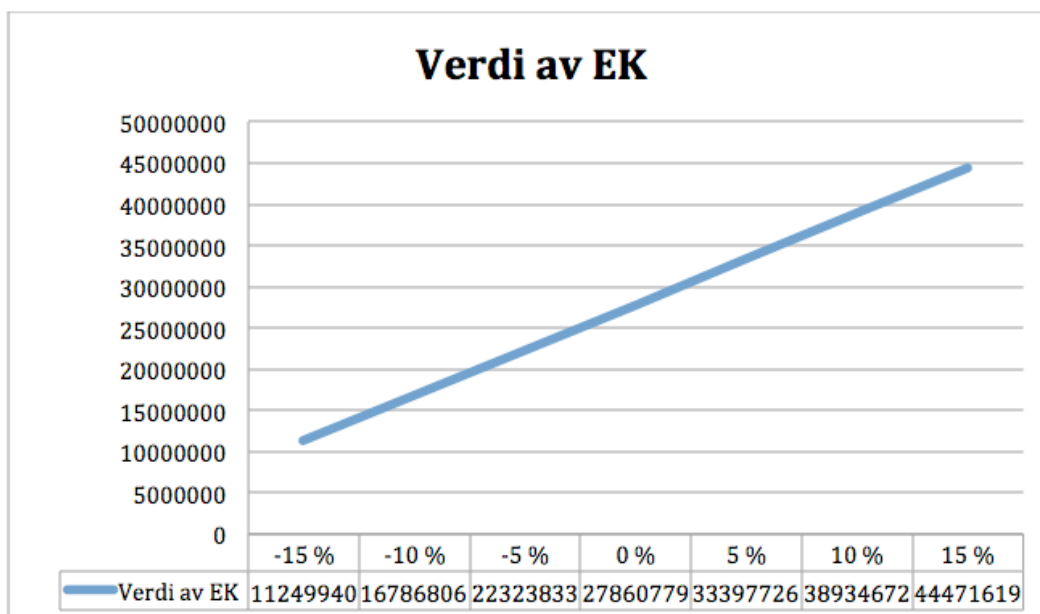
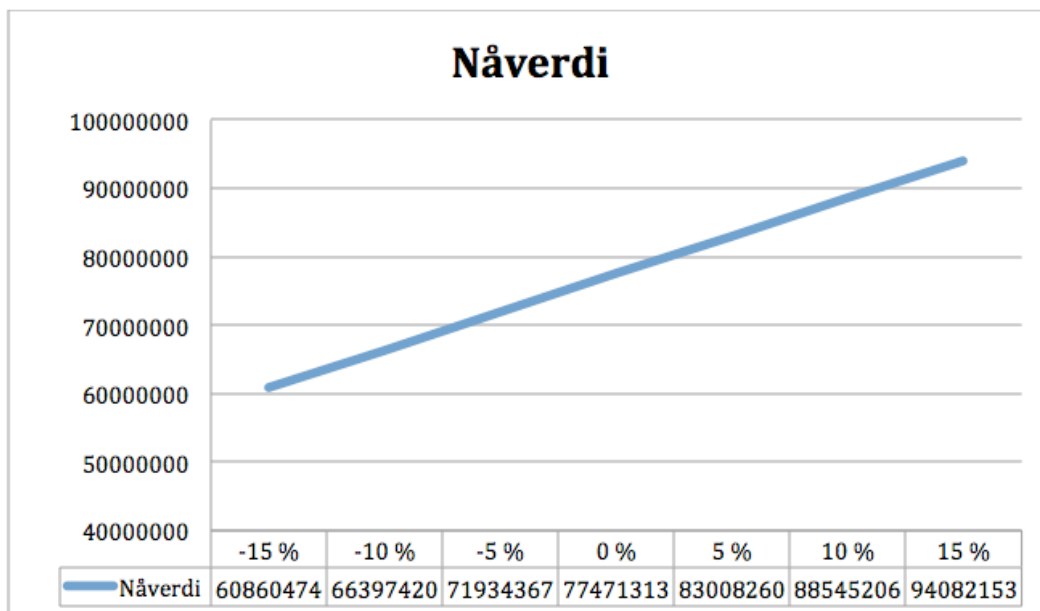
### 9.7.1 Valutakursens påvirkning

Disse grafene viser hvordan et avvik på mellom -15% til +15% i eurokursen vil påvirke nåverdien og verdien av egenkapitalen, gitt at valutasvingningene ikke påvirker eksportmengden.



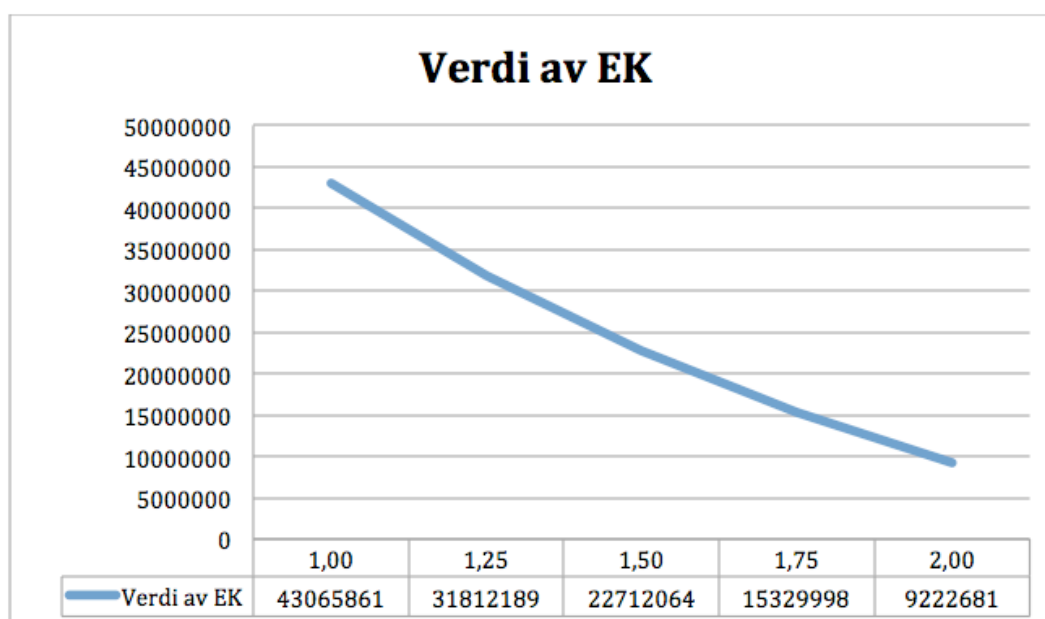
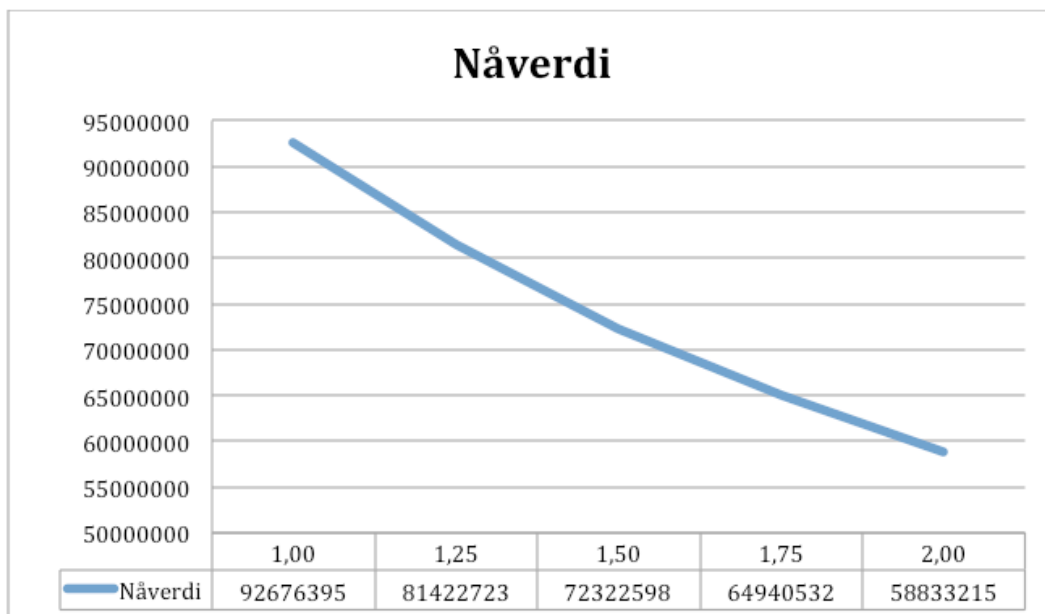
### 9.7.2 Salgsvolumets påvirkning

Disse grafene viser hvordan endringer i salgsvolumet fra -15% til +15% vil påvirke nåverdien og verdien av egenkapitalen, gitt at bedriften får solgt tilgjengelig mengde.



### 9.7.3 Betas påvirkning

Disse grafene viser hvordan endringer i betaverdier mellom 1 og 2 vil påvirke nåverdien og verdien av egenkapitalen.



## 10.0 Kritikk til oppgaven

Det er viktig å huske at en verdsettelse alltid vil være preget av en stor grad av usikkerhet. Denne verdsettelsen er basert på fremtidige kontantstrømmer, og siden ingen vet hva fremtiden bringer vil de fremtidige kontantstrømmene derfor være basert på en del antakelser. Selv om disse antagelsene ofte vil være basert på

---

historiske data, er det ingenting som tilsier at fortiden til bedriften vil kunne gjenspeile fremtiden.

En av begrensningene vi har satt for vår oppgave er at alle eksportinntekter er i euro. I virkeligheten er det flere valutakurser som spiller inn, men euro utgjør den aller største delen.

Avkastningskravet er en viktig del av oppgaven. Det er satt sammen av flere elementer som inneholder usikkerhet. Dette er blant annet faktorer som risikofri rente, markedets risikopremie og selskapets beta. Vårt valg av risikofri rente ble tatt med bakgrunn i litteratur av Knut Boye og Thore Johansen. Vi endte opp med å bruke 3-års statsobligasjonsrente som risikofri rente. Dette er det mye usikkerhet rundt, blant annet fordi det også blir anbefalt å bruke en lengre rente.

Markedets risikopremie valgte vi å sette til 5%, med bakgrunn i en undersøkelse gjennomført av PwC og en studie av Dimson, Marsh og Stauton. Siden HitraMat ikke er børsnotert, og at det ikke er noen sammenlignbare børsnoterte selskaper, valgte vi å gå veien om en integrert risikoanalyse for å estimere selskapets beta. Den integrerte risikoanalysen er basert på våre interne og eksterne analyser, og vil derfor inneholde noe subjektivitet. Det er derfor stor usikkerhet knyttet til selskapets beta.

Siden det er mye usikkerhet rundt de ulike elementene som avkastningskravet er bygd opp av, er det en stor risiko knyttet opp til avkastningskravet i oppgaven.

De fremtidige kontantstrømmene er basert på prognoser. Slike prognoser vil alltid inneholde usikkerhet. Vi har benyttet oss av historisk regnskapsdata for å se etter sammenhenger mellom regnskapstallene. I tillegg har vi snakket med bedriften om hva som kan være realistisk for fremtiden. Bedriften har planer om å utvide, men disse planene er fremdeles så tidlig i oppstartsfasen at de ikke vet hvordan, når eller hva de skal utvide med. Det er med andre ord ingen konkrete planer, og per dags dato er det ingenting som er bestemt. Vi har derfor besluttet å se bort i fra disse planene i vår verdsettelse, siden vi mener at dette ville ha ført med seg alt for mye usikkerhet inn i verdsettelsen.

Når det gjelder fremtidig eurokurs har vi benyttet oss av DNBs prognoser. Slike valutaprognoiser vil også være usikre, siden ingen med sikkerhet kan si hvordan økonomien vil utvikle seg i fremtiden. Uroen i den europeiske økonomien vil være med på å bidra til økt usikkerhet rundt den fremtidige eurokursen.

Terminalverdien utgjør en stor del av nåverdien i vår verdsettelse. Dette gjør at nåverdien blir veldig følsom for hvilke faktorer man benytter i utregningen av terminalverdien. Et eksempel på dette er hvilken vekstrate man benytter seg av. Valg av vekstrate vil ha mye å si for hvilken nåverdi man ender opp på når terminalverdien utgjør en så stor andel. Det er derfor knyttet svært stor risiko opp til valg av vekstrate.

Vi valgte å benytte oss av inflasjonsmålet på 2,5%. Det er stor usikkerhet knyttet opp til dette valget. Årsaken til det er at i følge Norges Bank ligger inflasjonen i dag på rundt 1% til 1,5%. Det vil derfor være veldig usikkert om det er riktig å benytte seg av en vekstrate på 2,5%, eller om det ville være mer riktig å benytte en lavere vekstrate. Likevel, siden 2,5% er inflasjonsmålet til Norges Bank, så vil vi anta at inflasjonen vil nærme seg dette målet på sikt. Vi anser det derfor som mest riktig å benytte inflasjonsmålet på 2,5% som den evige vekstraten.

Det er diskutabelt om det ville ha gitt et mer realistisk bilde av fremtiden dersom man hadde prognostisert flere år enn fem. Det er svært mye som kan skje med en bedrift i løpet av fem år, og ingen vet i hvilken situasjon bedriften befinner seg i så langt frem i tid. Vi anser derfor sannsynligheten til å kunne gjøre noen realistiske prognoser for HitraMats kontantstrømmer for mer enn fem år frem i tid som svært liten.

## **11.0 Konklusjon**

I denne oppgaven har vi gjort en verdsettelse av HitraMat AS og vi har brukt modellen fri kontantstrøm til totalkapitalen. Med bakgrunn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen som vi har utført, har vi prognostisert de fremtidige kontantstrømmene til HitraMat fem år frem i tid.

---

Vi har brukt integrert risikoanalyse for å finne avkastningskravet for HitraMat i vår oppgave. Den gav oss et avkastningskrav på 12,80% etter skatt og avkastningskravet til totalkapitalen ble beregnet til 7,38%.

Etter dette endte vi opp med en selskapsverdi på 77 471 313, noe som gav oss en verdi på egenkapitalen lik 27 860 779. Vi gjennomførte deretter seks scenarioanalyser for å se hva som skjedde med nåverdien dersom enkelte faktorer avviker fra prognosene. Disse scenarioanalysene gav selskapsverdier i intervallet 66,4 – 92,7 MNOK og verdi på egenkapitalen i intervallet 16,8 – 43,1 MNOK.

Det er viktig å huske at en verdsettelse vil variere kraftig alt ettersom hvilken modell som benyttes, om man legger til grunn et kjøper- eller selgerperspektiv og hvem som utfører verdsettelsen. Den kan dermed ikke betraktes som en fasit.

---

**Kilder**

- Boye, Knut. 2008a. "Kontantstrømsbaserte modeller". I *Fusjoner og oppkjøp*. Redigert av Knut Boye og Christine B. Meyer, 124-149. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Boye, Knut. 2008b. "Beregning av avkastningskrav". I *Fusjoner og oppkjøp*. Redigert av Knut Boye og Christine B. Meyer, 97-113. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Boye, Knut og Gunnar A. Dahl. 1997. "Verdsettelsesmodeller". I *Verdsettelse i teori og praksis*. Redigert av Gunnar A. Dahl, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdahl, 3-37. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2012. *Finansiell økonomi: Teori og praksis*. 4 utg. Bergen: Fagbokforlaget.
- Dahl, Gunnar A. 2011. "Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller". *Praktisk økonomi og finans*. 27 (2): 3-14.  
[http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/file/ci/49362126/pof\\_2011\\_02\\_pdf.pdf](http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/file/ci/49362126/pof_2011_02_pdf.pdf)
- Damodaran, Aswath. 2010. *The Dark Side of Valuation: valuing young, distressed, and complex businesses*. 2nd ed. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education.
- Damodaran, Aswath. 2012. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd ed. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh og Mike Staunton. 2011. *Equity Premia Around the World*. LBS Working Paper. Hentet 13.03.2013.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1940165](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1940165)
- DNB. 2013a. "Historiske valutakurser". Hentet 23.03.2013.

---

<https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/historiske/hovedvalutaer.html>

DNB. 2013b. "Økonomiske utsikter". Hentet 20.03.2013.

<https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR130116.pdf>

Eldorhagen, Marianne. 2008. "The red King Crab in Norway – Resource or Threat? How Fishing Villages in Finnmark Reacted to changes in Ecology, Politics and Administration". *International Journal of Maritime History*. 20(2): 241-258.

HitraMat. 2013a. "Historie". Hentet 14.01.2013.

<http://hitramat.no/om-hitramat/historie/>

HitraMat. 2013b. "Fangstscanning". Hentet 14.01.2013.

<http://hitramat.no/krabbe/fangstscanning/>

INAQ Management AS. 2008. "Analyse av krabbenæringen". Hentet 22.01.2013.

<http://www.nsl.no/filer/fou/sd/s11.pdf>

INAQ Management AS. 2009. "Forlenget holdbarhet av ferske krabbeprodukter".

Hentet 22.01.2013.

<http://www.inaq.no/attachments/article/81/forlengt.pdf>

Johnsen, Thore. 1997. "Avkastningskrav". I *Verdsettelse i teori og praksis*.

Redigert av Gunnar A. Dahl, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdahl, 39-73. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Julshamn, Kåre. 2012. "Høyt innhold av kalium i krabbe fra Bodø og Loften".

Hentet 20.02.2013.

[http://www.nifes.no/index.php?page\\_id=230&article\\_id=4042](http://www.nifes.no/index.php?page_id=230&article_id=4042)

Klima- og forurensningsdirektoratet. 2012. "Klif leter etter kilden til



---

kadmiumforurensing nord for Bodø”. Hentet 19.05.2013.

<http://www.klif.no/no/Aktuelt/Nyheter/2012/September-2012/Mattilsynet-advarer-mot-krabbe-fra-Vestfjorden-og-Lofoten/>

Kristoffersen, Trond. 2011. *Årsregnskapet*. 6. Utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Løwendahl, Bente R. og Fred E. Wenstøp. 2012. *Grunnbok i strategi*. 3. utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Mattilsynet. 2013. ”Opprettholder advarsel mot krabber fra nord”. Hentet 19.05.2013.

[http://www.mattilsynet.no/mat\\_og\\_vann/produksjon\\_av\\_mat/fisk\\_og\\_fisk\\_eprodukter/opprettholder\\_advarsel\\_mot\\_krabber\\_fra\\_nord.9153](http://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/produksjon_av_mat/fisk_og_fisk_eprodukter/opprettholder_advarsel_mot_krabber_fra_nord.9153)

Mohr, Bernhard L. 2012. ”To mønsterelever, fire strykkandidater”. *E24.no* 31. jan. Hentet 03.05.2013.

<http://e24.no/makro-og-politikk/eus-budsjett-pakt-to-moensterelever-og-fire-strykekandidater/20148066>

Nordli, Øyvind. 2011. ”Praktisk bruk av kapitalverdimodellen”. *Praktisk økonomi og finans*. 27 (2): 15-21.

[http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/file/ci/49362126/pof\\_2011\\_02\\_pdf.pdf](http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/file/ci/49362126/pof_2011_02_pdf.pdf)

Norges Bank. 2006. ”Inflasjon”. Hentet 05.05.2013.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/>

Norges Bank. 2013a. ”Styringsrenten”. Hentet 02.03.2013.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/>

Norges Bank. 2013b. ”Inflasjon”. Hentet 02.03.2013.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/>

Norges Bank. 2013c. ”Pengepolitisk rapport 1/2013”. Hentet 05.05.2013.

[http://www.norges-bank.no/pages/93632/PPR\\_1\\_13.pdf](http://www.norges-bank.no/pages/93632/PPR_1_13.pdf)

Norges Sjømatråd. 2013a. "Vilkår og avgifter for eksportører". Hentet 02.03.2013.

<http://www.seafood.no/Eksportører/Vilkår-og-avgifter-for-eksportører2>

Norges Sjømatråd. 2013b. "EUs tolltariff for sjømat 2013". Hentet 02.03.2013.

<http://www.seafood.no/Markedsinformasjon/Markedsadgang/Toll/EUs-tolltariff-for-sjømat-2013>

Norges Sjømatråd. 2013c. "Norske reker og skalldyr". Hentet 17.01.2013.

[http://www.seafood.no/content/download/34378/362881/file/RekerOgSkalldyr\\_LO.pdf](http://www.seafood.no/content/download/34378/362881/file/RekerOgSkalldyr_LO.pdf)

Regjeringen. 2011. "Totalkvoten på kongekrabbe i 2011/2012". Hentet 19.05.2013.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/pressesenter/pressemeldinger/2011/totalkvote-pa-kongekrabbe-i-20112012.html?id=633081>

Regjeringen. 2013. "9.7 Markedets risikopremie". Hentet 21.02.2013.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>

Richards, Verlyn D. og Eugene J. Laughlin. 1980. "A Cash Conversion Approach to Liquidity Analysis". *Financial Management* 9 (1): 32-38. Hentet

23.03.2013. <http://www.jstor.org/stable/3665310>

Sending, Aage. 2009. *Økonomistyring 1*. Bergen: Fagbokforlaget.

Soffer, Leonard og Robin Soffer. 2003. *Financial statement analysis: A valuation approach*. New Jersey: Pearson Education.

Statistisk Sentralbyrå. 2012a. "Nøkkeltall for aksjeselskaper". Hentet 27.02.2013.

<http://www.ssb.no/emner/10/regnno/tab-2012-10-11-03.html>

Statistisk Sentralbyrå. 2012b. "Fiskeri". Hentet 10.05.2013

---

<https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=Fiskeslag2&KortNavnWeb=fiskeri&PLanguage=0&checked=true>

Statistisk Sentralbyrå. 2013a. ”Diagram”. Hentet 25.02.2013.

[https://www.ssb.no/statistikkbanken/px-igraph/MakeGraph.asp?gr\\_type=0&Submit1=OK&onpx=y&pxfile=2013441334544914234FiskPrisGjsn&gr\\_legend=true&gr\\_header=true&menu=y&planguage=0&mapfile=2013441334544914234FiskPrisGjsn.px&PgmPath=%2Fstatistikkbanken%2F](https://www.ssb.no/statistikkbanken/px-igraph/MakeGraph.asp?gr_type=0&Submit1=OK&onpx=y&pxfile=2013441334544914234FiskPrisGjsn&gr_legend=true&gr_header=true&menu=y&planguage=0&mapfile=2013441334544914234FiskPrisGjsn.px&PgmPath=%2Fstatistikkbanken%2F)

Statistisk Sentralbyrå. 2013b. ”Konjunkturoppgangen tar et hvileskjær”. Hentet 05.05.2013.

<http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/Konjunkturoppgangen+tar+et+hvileskjaer?tabell=101389>

## Vedlegg

### Vedlegg 1

Utregning av bransjesnitt

#### Likviditetsgrad 1

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	0,79	3,94	1,30	1,30	1,03	1,07	0,41	5,7
Sigurd Løkeland AS				2,05	1,90	1,66	1,49	1,6
Rennesøy Krabbe AS	0,54	1,10	2,19	1,43	1,05	1,85	3,41	4,6
Rørvik Fisk AS	1,14	1,26	1,15	1,16	1,13	1,04	1,02	1,3
Fosenskalldyr AS	0,97	1,00	0,71	0,52	2,17	2,21	2,47	2,0
Sum	3,44	7,30	5,35	6,46	7,28	7,83	8,80	15,3
Gjennomsnitt bransje	0,86	1,825	1,3375	1,292	1,456	1,566	1,76	3,06

#### Likviditetsgrad 2

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	0,71	2,48	1,26	1,29	0,92	1,07	0,41	5,7
Sigurd Løkeland AS				1,10	1,08	1,01	0,81	1,1
Rennesøy Krabbe AS	0,51	1,07	2,16	1,41	1,02	1,82	3,37	4,6
Rørvik Fisk AS	0,60	0,85	0,96	0,78	0,78	0,88	0,99	0,7
Fosenskalldyr AS	0,71	0,72	0,50	0,41	1,39	1,54	2,09	1,7
Sum	2,53	5,12	4,88	4,99	5,19	6,32	7,67	13,8
Gjennomsnitt bransje	0,6325	1,28	1,22	0,998	1,038	1,264	1,534	2,77

#### Egenkapitalandel i %

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	18,8	44,5	31,2	46,6	65,8	52,8	70,3	91,
Sigurd Løkeland AS				4,3	24,1	24,6	18,5	38,
Rennesøy Krabbe AS	10,5	29,0	39,9	53,9	74,8	80,1	83,8	88,
Rørvik Fisk AS	25,7	30,6	23,9	23,6	24,8	23,4	21,1	33,
Fosenskalldyr AS	2,6	1,9	- 7,8	- 19,1	- 14,9	- 7,2	3,5	2,
Sum	57,5	105,9	87,2	109,3	174,6	173,7	197,1	255,
Gjennomsnitt bransje	14,38	26,47	21,79	21,86	34,912	34,732	39,422	51,0

<b>Varelagerets omløpshastighet</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	8,32	3,51	23,78	183,10	48,67			
Sigurd Løkeland AS				2,90	6,23	9,25	6,27	6,7
Rennesøy Krabbe AS	16,11	42,40	34,17	32,17	48,83	52,61	49,00	44,0
Rørvik Fisk AS	6,27	9,05	14,20	6,73	6,65	12,81	57,62	6,2
Fosenskalldyr AS	8,73	12,12	13,19	16,96	15,23	16,80	18,95	15,2
Sum	39,43	67,08	85,34	241,86	125,61	91,47	131,84	72,
<b>Gjennomsnitt Bransje</b>	<b>9,8575</b>	<b>16,77</b>	<b>21,335</b>	<b>48,372</b>	<b>25,122</b>	<b>22,8675</b>	<b>32,96</b>	<b>18,07</b>

<b>Totalkapitalens rentabilitet</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	9,2	29,2	36,7	16,5	1,4	-17,1	-49,4	-25,
Sigurd Løkeland AS				2,1	7,4	15,0	14,9	14,
Rennesøy Krabbe AS	41,3	25,2	28,5	34,0	15,6	7,3	16,8	12,
Rørvik Fisk AS	4,0	6,1	10,6	3,5	8,6	-3,1	3,9	19,
Fosenskalldyr AS	-5,5	6,5	0,6	3,4	14,7	18,0	19,6	7,
Sum	49,0	67,1	76,5	59,5	47,7	20,2	5,8	28,
<b>Gjennomsnitt bransje</b>	<b>12,245</b>	<b>16,7675</b>	<b>19,1125</b>	<b>11,906</b>	<b>9,532</b>	<b>4,032</b>	<b>1,164</b>	<b>5,78</b>

<b>Egenkapitalens rentabilitet etter skatt</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	30	80	81	35	-3	-28	-87	-3
Sigurd Løkeland AS				18	36	40	40	4
Rennesøy Krabbe AS	210	90	56	49	16	7	15	1
Rørvik Fisk AS	1	11	21	4	25	-25	5	5
Fosenskalldyr AS	-111	-44	338	82	-2	-65	-691	-2
Sum	130	137	496	188	72	-71	-718	5
<b>Gjennomsnitt bransje</b>	<b>32,5</b>	<b>34,25</b>	<b>124</b>	<b>37,6</b>	<b>14,4</b>	<b>-14,2</b>	<b>-143,6</b>	<b>1</b>

<b>Gjeldsgrad</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	4,3	1,3	2,2	1,1	0,5	0,9	0,4	0,
Sigurd Løkeland AS				22,5	3,2	3,1	4,4	1,
Rennesøy Krabbe AS	8,6	2,5	1,5	0,9	0,3	0,3	0,2	0,
Rørvik Fisk AS	2,9	2,3	3,2	3,2	3,0	3,3	3,7	2,
Fosenskalldyr AS	37,5	53,1	-13,8	-6,2	-7,7	-14,9	27,7	34,
Sum	53,2	59,0	-6,9	21,5	-0,7	-7,4	36,4	38,
<b>Gjennomsnitt bransje</b>	<b>13,305</b>	<b>14,76</b>	<b>-1,73</b>	<b>4,298</b>	<b>-0,132</b>	<b>-1,476</b>	<b>7,288</b>	<b>7,59</b>

<b>Arbeidskapital</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	-170	372	371	299	15	52	-81	9
Sigurd Løkeland AS				3 455	2 526	2 242	2 590	3 26
Rennesøy Krabbe AS	-617	56	588	345	29	456	1 124	1 70
Rørvik Fisk AS	2 551	3 624	3 448	3 925	3 790	920	588	7 37
Fosenskalldyr AS	-20	3	-171	-393	199	238	500	44
Sum	1 744	4 055	4 236	7 631	6 559	3 908	4 721	12 88
<b>Gjennomsnitt bransje</b>	<b>436</b>	<b>1013,75</b>	<b>1059</b>	<b>1526,2</b>	<b>1311,8</b>	<b>781,6</b>	<b>944,2</b>	<b>2576,</b>

**Vedlegg 2**

## Utregning av CCC

<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	201
Emberland AS	647	497	1 600	1 285	484	784	56	11
Sigurd Løkeland AS				6 741	5 343	5 665	7 891	8 68
Rennesøy Krabbe AS	710	626	1 083	1 148	664	992	1 591	2 17
Rørvik Fisk AS	20 164	17 681	25 701	28 765	31 878	25 896	27 910	30 84
Fosenskalldyr AS	671	517	411	423	369	434	838	86
Sum	22 192	19 321	28 795	38 362	38 738	33 771	38 286	42 68
Gjennomsnitt bransje	5548	4830,25	7198,75	7672,4	7747,6	6754,2	7657,2	8536,
<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	201
Emberland AS	818	126	1 230	987	470	732	137	2
Sigurd Løkeland AS				3 286	2 818	3 422	5 300	5 42
Rennesøy Krabbe AS	1 327	570	494	803	635	536	467	46
Rørvik Fisk AS	17 612	14 056	22 252	24 840	28 089	24 975	27 321	23 47
Fosenskalldyr AS	691	515	582	816	170	196	339	41
Sum	20 448	15 267	24 558	30 732	32 182	29 861	33 564	29 80
Gjennomsnitt bransje	5112	3816,75	6139,5	6146,4	6436,4	5972,2	6712,8	596
<b>SUM VARELAGER</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	201
Emberland AS	68	184	49	10	51	0	0	
Sigurd Løkeland AS				3 131	2 286	2 217	3 617	2 73
Rennesøy Krabbe AS	37	15	18	18	18	18	18	1
Rørvik Fisk AS	9 593	5 728	4 371	9 390	10 054	4 028	917	12 51
Fosenskalldyr AS	181	147	121	90	132	133	129	15
Sum	9 879	6 074	4 559	12 639	12 541	6 396	4 681	15 41
Gjennomsnitt bransje	2469,75	1518,5	1139,75	2527,8	2508,2	1279,2	936,2	3083,
<b>SUM KUNDEFORDRINGER</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	201
Emberland AS	190	141	750	397	81	35	56	1
Sigurd Løkeland AS				2 560	2 387	2 730	3 751	4 27
Rennesøy Krabbe AS	171	131	42	203	212	296	122	13
Rørvik Fisk AS	7 817	8 967	11 543	9 664	18 720	8 733	10 296	12 33
Fosenskalldyr AS	217	258	279	203	94	179	170	24
Sum	8 395	9 497	12 614	13 027	21 494	11 973	14 395	17 00
Gjennomsnitt bransje	2098,75	2374,25	3153,5	2605,4	4298,8	2394,6	2879	3400,
<b>SUM VAREKOSTNAD</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	201
Emberland AS	566	654	1165	1831	2482	1898	7	
Sigurd Løkeland AS				9088	14232	20509	22672	1845
Rennesøy Krabbe AS	596	636	615	579	879	947	882	79
Rørvik Fisk AS	60104	51842	62080	63197	66857	51591	52833	7814
Fosenskalldyr AS	1580	1782	1596	1526	2011	2235	2444	231
Sum	62846	54914	65456	76221	86461	77180	78838	9970
Gjennomsnitt bransje	15711,5	13728,5	16364	15244,2	17292,2	15436	15767,6	19940,
<b>SUM VAREKJØP</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	201
Emberland AS	566	770	1 030	1 792	2 523	1 847	7	
Sigurd Løkeland AS				9088	13 387	20 440	24 072	17 56
Rennesøy Krabbe AS	596	614	618	579	879	947	882	79
Rørvik Fisk AS	60104	47 977	60 723	68 216	67 521	45 565	49 722	89 74
Fosenskalldyr AS	1580	1 748	1 570	1 495	2 053	2 236	2 440	2 33
Sum	62846	51 109	63 941	81 170	86 363	71 035	77 123	110 43
Gjennomsnitt bransje	15711,5	12777,25	15985,25	16234	17272,6	14207	15424,6	22087,

<b>SUM LEVERANDØRGJELD</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	201
Emberland AS	458	160	547	248	38	390	7	
Sigurd Løkeland AS				3 299	2 145	2 690	4 087	2 84
Rennesøy Krabbe AS	37	116	121	98	247	226	135	16
Rørvik Fisk AS	1 084	2 024	3 826	3 178	7 765	3 155	7 713	4 09
Fosenskalldyr AS	9	59	71	80	43	9	59	7
Sum	1588	2359	4565	6903	10238	6470	12001	718
<b>Gjennomsnitt bransje</b>	<b>397</b>	<b>589,75</b>	<b>1141,25</b>	<b>1380,6</b>	<b>2047,6</b>	<b>1294</b>	<b>2400,2</b>	<b>1437,</b>

<b>SUM SALGSINTEKTER</b>								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	201
Emberland AS	2 341	3 166	4 828	5 341	6 526	5 210	0	
Sigurd Løkeland AS				13 632	19 257	25 204	28 112	24 77
Rennesøy Krabbe AS	2 483	2 176	2 328	2 765	2 693	2 346	2 736	2 53
Rørvik Fisk AS	84 852	81 823	95 790	87 530	96 449	82 162	80 964	100 03
Fosenskalldyr AS	3 549	3 519	3 202	2 925	3 957	4 236	4 870	4 73
Sum	93 225	90 684	106 148	112 193	128 882	119 158	116682	13208
<b>Gjennomsnitt bransje</b>	<b>23306,25</b>	<b>22671</b>	<b>26537</b>	<b>22438,6</b>	<b>25776,4</b>	<b>23831,6</b>	<b>23336,4</b>	<b>26416,</b>

## EMBERLAND AS

ÅR	Ant. kundedager	Ant. lagerdager	Ant. leverandørdager	CCC
2005	15	44	117	-58
2006	30	104	100	34
2007	32	15	65	-18
2008	11	2	17	-4
2009	3	7	34	-24

## SIGURD LØKELAND AS

ÅR	Ant. kundedager	Ant. lagerdager	Ant. leverandørdager	CCC
2008	38	59	59	38
2009	30	39	35	35
2010	34	58	41	51
2011	47	54	58	43

## RENNESØY KRABBE AS

ÅR	Ant. kundedager	Ant. lagerdager	Ant. leverandørdager	CCC
2005	20	9	37	-8
2006	11	11	56	-34
2007	13	11	55	-31
2008	23	7	57	-27
2009	32	7	73	-34
2010	22	7	60	-31
2011	15	8	55	-32

## RØRVIK FISK AS

ÅR	Ant. kundedager	Ant. lagerdager	Ant. leverandørdager	CCC
2005	30	40	9	61
2006	31	26	14	43
2007	35	54	15	74
2008	43	55	24	74
2009	49	28	35	42
2010	34	6	32	-4
2011	33	58	19	72

## FOSENSKALLDYR AS

ÅR	Ant. kundedager	Ant. lagerdager	Ant. leverandørdager	CCC
2005	20	30	6	44
2006	24	28	12	40
2007	24	22	15	31
2008	11	24	9	26
2009	9	22	3	28
2010	10	19	4	25
2011	13	24	8	29



GJENNOMSNIITTLIG CCC BRANSJE							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emberland AS	-58	34	-18	-4	-24		
Sigurd Løkeland AS				38	35	51	
Rennesøy Krabbe AS	-8	-34	-31	-27	-34	-31	
Rørvik Fisk AS	61	43	74	74	42	-4	
Fosenskalldyr AS	44	40	31	26	28	25	
Sum	39	83	56	107	47	41	
Gjennomsnitt bransje	9,75	20,75	14	21,4	9,4	10,25	

### Vedlegg 3

#### Beregninger WACC

WACC										
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
EK	8 673 749	12 171 081	21 234 674	26 268 970	19 899 824	27 191 937	28 290 849	26 202 124	31 487 629	
Sysselsatt kapital										
Totalkapital	48 853 173	49 188 147	53 088 475	71 300 296	68 027 374	65 506 624	65 234 522	63 512 401	85 313 434	
Rentefri gjeld	3 172 596	3 561 762	3 560 762	5 023 035	3 065 718	2 678 556	3 963 906	5 326 657	4 215 271	
Sysselsatt kapital	45 680 577	45 626 385	49 527 713	66 277 261	64 961 656	62 828 068	61 270 616	58 185 744	81 098 163	
EK andel	0,18987827	0,26675532	0,42874328	0,39634966	0,30633185	0,43279919	0,461736	0,45031862	0,388265626	Snitt 2009-2012
Gjeldsandel	0,81012173	0,73324468	0,57125672	0,60365034	0,69366815	0,56720081	0,538264	0,54968138	0,611734374	0,433279859

Sum gjeld	40 179 424	37 017 065	31 853 801	45 031 326	48 127 549	38 314 687	36 943 673	37 310 277	53 825 80
Rentefri gjeld	3 172 596	3 561 762	3 560 762	5 023 035	3 065 718	2 678 556	3 963 906	5 326 657	4 215 271
Rentebærende gjeld	37 006 828	33 455 303	28 293 039	40 008 291	45 061 831	35 636 131	32 979 767	31 983 620	49 610 534

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Gjeldskostnad	564634	1340541	1419414	1893974	2883098	1654892	1281775	1301170	1152560	1499117,5
Rentebærende gjeld	37 006 828	33 455 303	28 293 039	40 008 291	45 061 831	35 636 131	32 979 767	31 983 620	49 610 534	37 115 03
Rente på gjeld	1,53 %	4,01 %	5,02 %	4,73 %	6,40 %	4,64 %	3,89 %	4,07 %	2,32 %	4,07 %

### Vedlegg 4

#### Krabbepris til kunder

Krabbepris				
	2010	2011	2012	Snitt
NOK i Norge	54,14	64,53	79,31	
Endring i %		0,19	0,23	0,21
EUR i utland	6,11	7,80	6,73	
Endring i %		0,28	-0,14	0,07

#### Mengde

	2010	2011	2012	Snitt
Solgt mengde i kg	1 906 036	1 433 380	1 311 950	1 550 455
Endring i %		-0,25	-0,08	-0,17





## Vedlegg 10

## Hitramat AS og konsern 2012

### RESULTATREGNSKAP

Morselskap				Konsern	
2012	2011		Note	2012	2011
88 861 280	90 362 897	Salgsinntekt	7,12	102 714 622	95 533 246
2 015 561	183 300	Annens driftsinntekt	12	2 200 400	183 300
<b>90 876 841</b>	<b>90 546 197</b>	<b>Sum driftsinntekt</b>		<b>104 915 022</b>	<b>95 716 546</b>
-1 568 000	-285 736	Beholdningsendring egentilvirkede varer		-1 640 120	-285 736
50 732 909	49 051 116	Varekostnad		54 576 696	49 051 116
21 758 496	21 653 485	Lønnskostnad	13,15	23 991 425	21 653 485
2 275 706	2 391 512	Avskrivning	2	2 777 892	2 391 512
16 917 128	14 534 453	Annens driftskostnad	13,15	18 305 931	14 651 188
<b>90 116 239</b>	<b>87 344 830</b>	<b>Sum driftskostnad</b>		<b>98 011 824</b>	<b>87 461 555</b>
<b>760 602</b>	<b>3 201 367</b>	<b>Driftsresultat</b>		<b>6 903 198</b>	<b>8 254 981</b>
7 617 707	4 449 590	Inntekt på investering i datterselskap og tilknyttet selskap	14	0	0
66 414	178 084	Renteinntekt	14	191 283	221 674
1 342 686	1 392 485	Annens finansinntekt	14	2 588 535	1 392 485
231 000	0	Nedskrivning av finansielle eiendeler		0	0
1 152 560	1 301 170	Rentekostnad		1 431 142	1 501 546
1 375 282	732 022	Annens finanskostnad	14	1 656 112	732 022
<b>7 028 567</b>	<b>7 188 334</b>	<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>		<b>6 595 762</b>	<b>7 635 572</b>
1 743 062	1 777 059	Skattekostnad på ordinært resultat	11	1 942 163	1 902 856
<b>5 285 505</b>	<b>5 411 275</b>	<b>Årsresultat</b>		<b>4 653 599</b>	<b>5 732 716</b>
5 285 505	5 411 275	Overført til annen egenkapital			5 732 716
		Til minoritet		93 774	
		Til majoritet		4 559 825	
<b>5 285 505</b>	<b>5 411 275</b>	<b>Sum disponert</b>		<b>4 653 599</b>	<b>5 732 716</b>

## Hitramat AS og konsern 2012

BALANSE PR. 31.12.

Morselskap			Konsern		
2012	2011	EIENDELER	Note	2012	2011
0	0	Konsesjoner, patenter, lisenser, varemerker o.l	1	8 097 850	8 097 850
0	0	Utsatt skattefordel	11	86 233	0
0	0	Goodwill		6 484 011	0
0	0	<b>Sum immaterielle eiendeler</b>		<b>14 668 094</b>	<b>8 097 850</b>
25 175 871	25 768 225	Tomter, bygninger og annen fast eiendom	2	25 175 871	25 768 225
5 119 113	4 512 335	Maskiner og anlegg	2	5 300 113	4 512 335
<b>30 294 984</b>	<b>30 280 560</b>	<b>Sum varige driftsmidler</b>		<b>30 475 984</b>	<b>30 280 560</b>
16 827 156	506 000	Investeringer i datterselskap	3	0	0
0	0	Lån til foretak i samme konsern	5	0	0
18 800	18 800	Investeringer i aksjer og andeler		18 800	18 800
<b>16 845 956</b>	<b>524 800</b>	<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>		<b>18 800</b>	<b>18 800</b>
<b>47 140 940</b>	<b>30 805 360</b>	<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>		<b>45 162 878</b>	<b>38 397 210</b>
12 198 000	10 987 000	Varer	4	28 991 721	10 987 000
12 848 178	12 803 092	Kundefordringer	5	14 554 914	12 803 092
9 531 099	8 129 507	Andre fordringer	6	2 688 467	3 679 917
<b>22 379 277</b>	<b>20 932 599</b>	<b>Sum fordringer</b>		<b>17 243 381</b>	<b>16 483 009</b>
38 788	37 509	Markedsbaserte obligasjoner		38 788	37 509
<b>38 788</b>	<b>37 509</b>	<b>Sum investeringer</b>		<b>38 788</b>	<b>37 509</b>
<b>3 556 429</b>	<b>749 935</b>	<b>Bankinnskudd, kontanter o.l.</b>		<b>14 837 436</b>	<b>4 842 144</b>
<b>38 172 494</b>	<b>32 707 043</b>	<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>		<b>61 111 326</b>	<b>32 349 662</b>
<b>85 313 434</b>	<b>63 512 402</b>	<b>SUM EIENDELER</b>		<b>106 274 204</b>	<b>70 746 872</b>

**Hitramat AS og konsern 2012**

BALANSE PR. 31.12.

Morselskap				Konsern	
2012	2011	EGENKAPITAL OG GJELD	Note	2012	2011
3 000 000	3 000 000	Aksjekapital	9, 10	3 000 000	3 000 000
4 202 200	4 202 200	Overkursfond	9	4 202 200	4 202 200
<b>7 202 200</b>	<b>7 202 200</b>	<b>Sum innskutt egenkapital</b>		<b>7 202 200</b>	<b>7 202 200</b>
0	0	Minoritetsinteresser		1 012 822	0
24 285 429	18 999 924	Annen egenkapital	9	25 549 297	20 676 891
<b>24 285 429</b>	<b>18 999 924</b>	<b>Sum opptjent egenkapital</b>		<b>26 562 119</b>	<b>20 676 891</b>
<b>31 487 629</b>	<b>26 202 124</b>	<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>9</b>	<b>33 764 319</b>	<b>27 879 091</b>
1 010 105	727 526	Utsatt skatt	11	1 295 442	727 526
<b>1 010 105</b>	<b>727 526</b>	<b>Sum avsetninger for forpliktelser</b>		<b>1 295 442</b>	<b>727 526</b>
28 250 000	21 000 000	Gjeld til kredittinstitusjoner	5	28 354 788	25 000 000
0	0	Øvrig langsiktig gjeld		400 485	585 324
<b>28 250 000</b>	<b>21 000 000</b>	<b>Sum annen langsiktig gjeld</b>		<b>28 755 273</b>	<b>25 585 324</b>
0	4 445 368	Gjeld til kredittinstitusjoner	5, 8	13 391 041	4 445 368
1 845 361	3 396 826	Leverandørgjeld		22 232 619	3 409 326
0	1 650 698	Betalbar skatt	11	391 413	1 776 495
1 359 805	1 202 305	Skyldige offentlige avgifter		2 223 679	4 298 122
21 360 534	4 887 554	Annen kortsiktig gjeld	7	4 220 419	2 625 618
<b>24 565 700</b>	<b>15 582 751</b>	<b>Sum kortsiktig gjeld</b>		<b>42 459 171</b>	<b>16 554 929</b>
<b>53 825 805</b>	<b>37 310 277</b>	<b>SUM GJELD</b>		<b>72 509 886</b>	<b>42 867 779</b>
<b>85 313 434</b>	<b>63 512 402</b>	<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>		<b>106 274 204</b>	<b>70 746 872</b>

*Vedlegg 11***LOGG**

11.01.2013

Informasjonssøk om bedriften og litteratursøk om verdsettelse.

22.01.2013

Arbeidet med PowerPoint er godt i gang og vi har fått ned de viktigste punktene.

Neste gang blir det fokus på regnskapsanalysen til seminaret.

24.01.2013

---

Gjorde ferdig powerpoint-presentasjonen og fikk samlet inn en del interne dokumenter fra HitraMat AS.

25.01.2013

Gikk over presentasjonen og sendte den til Olav.

27.01.13

Innkjøp av litteratur:

Aswath Damodaran – The Dark Side of Valuation

Nassim N. Taleb – Fooled by Randomness

Steven D. Levitt og Stephen J. Dubner – Freakonomics

29.01.2013

Seminar 1

04.02.2013

Fordelte noen oppgaver mellom oss som vi kan jobbe med individuelt fremover.

Avtalte også et møte med HitraMat som skal foregå den 11.02.2013.

Alle skal også lese seg bedre opp på verdsettelsesteori og metode fremover.

06.02.2013

Søkeverksted med Anne B. Løland.

10.02.2013

Møttes for å gå igjennom intervjuet med Anton Fjeldvær, og oppsamling av andre spørsmål til bedriften.

11.02.2013

Møte hos HitraMat AS og intervju med Anton Fjeldvær. Avtalte med økonomisjefen, Lindis Aune, at hun skal sende over noen interne dokumenter og markedsundersøkelser.

12.02.2013

Vi har begynt å bearbeide informasjonen fra gårtdagens intervju og begynt å få dette inn i oppgaven. Innkjøp av litteratur:

---

Dahl et al. – Verdsettelse i teori og praksis

Gripsrud et al. – Metode og dataanalyse

18.02.2013

Arbeidet med metode- og teorikapitlene. Hadde et gruppemøte for å forberede oss til seminar 2.

19.02.2013

Gjorde ferdig powerpoint-presentasjonen og delte ut nye oppgaver vi kan jobbe individuelt med de neste dagene.

25.02.2013

Forberedte oss til Seminar 2. I tillegg fordelte vi ut noen oppgaver til å jobbe selvstendig med hjemme den neste uken.

26.02.2013

Seminar 2

27.02.2013

Lånt litteratur: Knut Boye og Christine B. Meyer – Fusjoner og oppkjøp.

04.03.2013

Gjennomgang av det individuelle arbeidet, og sammensetting av utkastene.  
Planleggingsdag for tiden fremover.

11.03.2013

Jobbe med avkastningskrav og teori

13.03.2013

Lånt litteratur: Leonard Soffer og Robin Soffer – Financial Statement Analysis: A valuation approach.

23.03.2013

Beregne CCC, jobbe videre med avkastningskrav og strategisk analyse



24.03.2013

Jobbe videre med avkastningskrav og strategisk analyse. Fordeling av oppgaver fremover.

26.03.2013

Jobber mest mulig på å ferdigstille det vi har startet på i oppgaven. Fordeling av oppgaver.

28.03.2013

Gjennomgang av de individuelle oppgavene, og sammensetting av de ulike utkastene. Fordelte noen oppgaver vi kunne jobbe selvstendig med frem til mandag.

01.04.2013

Gjorde mest mulig ferdig kapittelet om avkastningskrav og regnskapsanalyse.

02.04.2013

Fornytt lån av Fusjoner og oppkjøp (Boye og Meyer). Reservert boken Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering – Frøystein Gjesdal og Thore Johnsen. Har kontaktet HitraMat for å avtale nytt møte.

04.04.2013

Begynte på kapittelet om og regnet ut avkastningskravet til totalkapitalen (WACC).

05.04.2013

Gjorde ferdig PPT, så over oppgaven vår og sendte både PPT og oppgaven til Olav

08.04.2013

Forberedte oss til seminar 3

09.04.2013

Seminar 3

11.04.2013

Møte med HitraMat

***Etter seminar 3 så vi oss nødt til å ta en pause fra Bachelorskrivingen for å jobbe med og skrive ferdig hjemmeeksamen i ORG.***

29.04.2013

Fornytt lån av Fusjoner og oppkjøp (Boye og Meyer). Leste igjennom oppgaven vår og kom i "Bachelormodus" igjen. Kommenterte avkastningskravet til totalkapitalen.

30.04.2013

Veiledning med Olav. Fikk noen tips til forbedringer av oppgaven.

03.05.2013

Jobbet med å forbedre den strategiske analysen, særlig med vekt på de økonomiske faktorene som valuta og styringsrenten. Finpusset også på resten av denne analysen og fikk en forbedret SWOT.

04.05.2013

Fikset opp i kapitlene om verdsettelsesteori og metode. Hatt særlig fokus på FCFF- og FCFE-modellene og forskjellene på disse, har også skrevet ut dividendekapitlet. Videre har vi endret litt på regnskapsanalysen, da vi fikk regnskapet for 2012 fra Lindis. Tabellene er nå oppdatert med regnskapstallene fra 2012. Dette førte også til at vi var nødt til å endre litt på WACCen vår. Startet så vidt med estimeringskapitlet.

05.05.2013

Jobbet med å estimere de fremtidige kontantstrømmene. Etter å sett på tidligere utvikling og vært i kontakt med bedriften, har vi kommet frem til en sannsynlig utvikling i krabbepriis og fremtidig salg, noe som var avgjørende for at vi videre kunne estimere resten av kontantstrømmen.

06.05.2013

Jobbet videre med prognostiseringen og verdivurderingen.

07.05.2013

Skrev en innledning på oppgaven. Leste over hele oppgaven og rettet opp i evt. feil og mangler.

08.05.2013

Jobbet med prognostiseringen, kommenterer de valgene vi har tatt.

14.05.2013

Lånt litteratur: Soffer og Soffer – Financial statement analysis. Brukte dagen til å gjøre ferdig verdsettelsen, slik at det kun gjenstår å kommentere den når vi skal skrive verdsettelseskapittelet.

15.05.2013

Fikset opp i alle tabellene. Skrev ferdig kapittelet om prognostiseringen og gjorde ferdig kommentarene på verdsettelseskapittelet.

16.05.2013

Utførte fire scenarioanalyser og kommenterte dette. Skrev sammendrag og forord. Hadde et møte med medeier i Norwegian Royal Salmon og tidligere ansatt i DNB Markets, Klaus Hatlebrekke. Han leste gjennom oppgaven vår og gav oss noen tilbakemeldinger til forbedringer.

18.05.2013

Gikk gjennom oppgaven for å se at alt er i orden og fikset opp i en del småting.

19.05.2013

Skrev konklusjonen, rettet opp i vedlegg. Liten finish på oppgaven.

21.05.2013

Hadde rettskrivning av oppgaven.

24.05.2013

Utviklet to scenarioer til og kommenterte disse. Skrev mer om veksten i terminalverdien.

27.05.2013

Ferdigstiller oppgaven. Skal frem til torsdag lese korrektur før vi leverer oppgaven inn til trykk. Planlegger å levere inn oppgaven på tirsdag.