

Fundamental analyse av Marine Harvest ASA

ANDREAS MUNCH AANONSEN &
STIAN TEIGE

VEILEDER
Lars Atle Kjøde

Universitetet i Agder, 2018
Fakultet for Handelshøyskolen ved UiA



Sammendrag

I denne masterutredningen tar vi for oss Marine Harvest ASA, verdens største oppdretter av laks. Vi vil gjennomføre en fundamental analyse av selskapet for å finne en verdi på egenkapitalen som reflektert av aksjekursen. Tidspunktet for verdsettelsen er satt til 31.12.2017 hvor børskursen var 136,7 kr per aksje. Gjennom denne analysen har vi kommet fram til en verdi på 193,4 kr per aksje som reflekterer verdien av egenkapitalen på dette tidspunktet.

Etter introduksjonen begynner vi oppgaven med en presentasjon av laksesektoren der vi tar for oss generell informasjon om laksesektoren og dens historiske utvikling, samt produksjonen av laks. Videre presenterer vi Marine Harvest ASA med litt historie om selskapet, hvordan situasjonen er i dag og deres strategi for fremtiden. Dette for å legge kunnskapsgrunnlaget for å bedre kunne vurdere framtidsutsiktene for både bransjen og selskapet. Metodene vi velger å bruke i verdsettelsen er en fundamental som vi supplerer med en komparativ analyse. I den fundamentale analysen vil benytte oss av metoder som finner både egenkapital og selskapskapital.

Den strategiske analysen består i hovedsak av de strategiske metodene PESTEL, Porters femkraftsmodell og SVIMA. Til slutt konkluderer vi i en SWOT-analyse, dette for å sette momentene i system og oppsummere den strategiske analysen.

Den regnskapsmessige analysen starter med en omstilling av resultat og balanse, som benyttes i risikoanalysen og ved fastsettelse av avkastningskrav og fremtidsregnskap. Disse kapitlene danner grunnlaget for prognosene som utføres med kontantstrøm- og residualinntektsmodeller. Det er her vi kommer frem til verdiestimatet per aksje på kr 193,4 i den fundamentale verdsettelsen, supplert med et estimat på 153,34 kr per aksje i den komparative verdsettelsen. Vi konkluderer dermed at aksjen er underpriset

Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten på Mastergrad i Regnskap og Revisjon - Siviløkonom ved Universitetet i Agder. Oppgaven er obligatorisk og omfatter 30 studiepoeng.

Ved valg av tema ønsket vi begge å skrive en praktisk rette oppgave. Det følte derfor naturlig for oss å velge verdivurdering da dette er et interesseområde for begge samt en dypere forståelse av en slik prosess anser vi som verdifull og relevant kunnskap, både som siviløkonom og revisor. En slik oppgave gir også muligheten til å anvende kunnskap fra flere fagområder som vi har opparbeidet på vår tid ved Universitetet i Agder.

Vi har begge vært nysgjerrige på oppdrettsbransjen, både på bakgrunn av historisk utviklingen de siste 30 årene, mens også for det tilsynelatende fremtidspotensialet bransjen har. Da Marine Harvest er verdens største oppdrettsselskap, ble dette selskapet et naturlig valg.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Lars Atle Kjøde for god oppfølging, råd og konstruktive tilbakemeldinger underveis ved arbeidet av oppgaven.

Kristiansand, 1. juni 2018

Andreas Munch Aanonsen & Stian Teige

Innhold

Sammendrag.....	ii
Forord.....	iii
Innhold	iv
Kapittel 1 Introduksjon	1
1.1 Problemstilling og målsetting.....	1
1.2 Avgrensning	1
1.3 Struktur	2
Kapittel 2 Presentasjon av oppdrettsbransjen	3
2.1 Laksesektoren	3
2.2 Historisk utvikling	4
2.2.1 Nåværende bransjestruktur.	5
2.3 Produksjon	6
2.3.1 Laksens livssyklus.....	6
2.3.2 Finansiell struktur	7
2.3.3.1 Kostnadsstrukturen ved oppbygging av biomasse.	8
Kapittel 3 Presentasjon av Marine Harvest	9
3.1 Operasjonsavdelinger.....	9
3.2 Visjon og strategi	11
3.3 Børs og aksjepris	13
Kapittel 4 Verdsettelsesteknikker	14
4.1 Komparativ analyse	14
4.2 Opsjonsbasert analyse.....	14
4.3 Fundamental analyse.....	15
4.3.1 Kontantstrømmodellen.....	16
4.3.2 Dividendemodellen	16
4.3.3 Residualinntektsmodellene	16
4.4 Konklusjon	17

Kapittel 5 Strategisk analyse.....	18
5.1 Rammeverk for strategisk analyse	18
5.2 Ekstern bransjeanalyse	18
5.3 PESTEL analyse	19
5.3.1 Politiske forhold.....	19
5.3.2 Økonomiske faktorer	21
5.3.3 Sosiale faktorer	23
5.3.4 Miljømessige faktorer	24
5.3.5 Teknologiske faktorer	25
5.3.6 Juridiske faktorer	26
5.4 Porters femkraftsmodell	27
5.4.1 Trusselen fra potensielle etablerere.....	28
5.4.2 Trusselen fra substitutter	30
5.4.5 Kjøpers forhandlingsmakt	31
5.4.6 Leverandørers forhandlingsmakt	33
5.4.7 Eksisterende konkurranse rivalisering intensitet	34
5.5 Intern ressursbasert analyse - SVIMA	35
5.5.1 Materielle ressurser	36
5.6 Oppsummering - SWOT.....	37
 Kapittel 6 Presentasjon og analyse av regnskapstall	 38
6.1 Forutsetninger.....	38
6.2 Presentasjon av rapporterte tall.....	39
6.3 Omgruppering for analyse	41
6.3.1 Omgruppering av resultatregnskap	41
6.3.2 Omgruppering av balanse.....	48
6.4 Justering av målefeil	52
6.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse	52
 Kapittel 7 Analyse av risiko.....	 54
7.1 Analyse av kortsiktig risiko - likviditetsanalyse.....	54
7.1.1 Likviditetsgrad 1	54
7.1.2 Likviditetsgrad 2	55
7.1.3 Rentedekningsgrad	57
7.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsanalyse	58

7.2.1 Egenkapitalprosent	58
7.2.2 Netto driftsrentabilitet	59
7.3 Statisk finansieringsanalyse - Kapitalstruktur	60
7.4 Syntetisk rating	61
 Kapittel 8 Historisk avkastningskrav	 63
8.1 Egenkapitalkostnaden	64
8.2 Risikofri rente	64
8.3 Markedets risikopremie	65
8.4 Beta	66
8.5 Gjeldskostnad	66
8.6 Skattekostnad	67
8.7 Andel av egenkapital og gjeld	68
 Kapittel 9 Fremtidsregnskapet	 69
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet	69
9.1.1 Analyse av vekst	69
9.1.2 Valg av budsjettthorison T	71
9.1.3 Budsjettering fra år 0 til budsjettthorison T	71
9.2 Fremtidsregnskap	80
9.2.1 Fremtidsresultat	80
9.2.2 Fremtidsbalanse	81
9.2.3 Fremtidig fri kontantstrøm	83
 Kapittel 10 Fremtidskrav	 84
10.1 Risikofri rente	84
10.2 Krav til egenkapitalen	85
10.3 Krav til netto driftskapital	85
 Kapittel 11 Fundamental verdsettelse	 87
11.1 Fri kontantstrømmodellen	87
11.2 Residualinntektsmetoden	88
11.3 Netto Driftskapitalmetoden	89
11.4 Sensitivitetsanalyse	90

Kapittel 12 Komparativ verdsettelse	93
12.1 Valg av komparative selskaper	93
12.2 Identifisere ønsket måleenhet	94
12.3 Komparativ verdiestimat	97
 Kapittel 13 Kritikk til verdsettelsen	 99
 Kapittel 14 Konklusjon og handelsstrategi.....	 100
14.1 Oppsummering.....	100
14.2 Handelsstrategi.....	101
14.2.1 Handelsstrategi per 31.12.17	101
14.2.1 Handelsstrategi per 01.06.17	101
14.3 Konklusjon	102
 Litteraturliste	 103
Bøker:	103
Forelesningsnotat:.....	103
Rapporter:.....	104
Artikler:.....	104
Nettsider:.....	107
 Oversikt over figurer, tabeller og formler	 109
Tabeller:	109
Figurer:	110
Formler:	111
 Refleksjonsnotat Andreas Munch Aanonsen	 113
Refleksjonsnotat Stian Teige	115

Kapittel 1 Introduksjon

1.1 Problemstilling og målsetting

Problemstillingen for denne oppgaven er: «Fundamental Analyse av Marine Harvest» og vårt forskningsspørsmål er: «Hva er verdien av egenkapitalen til Marine Harvest per 31.12.17?». Denne datoen er valgt da det er siste tilgjengelig årsrapport for Marine Harvest.

Målsettingen for denne oppgaven er å besvare problemstillingen og forskningsspørsmålet på en hensiktsmessig og god måte. Vi vil anvende den faglige kompetansen vi har opparbeidet oss i løpet av studietiden til å skrive denne avhandlingen og samtidig bruke den til å utvide vår kompetanse.

1.2 Avgrensning

Vi skriver denne oppgaven fra en investors perspektiv, noe som gjør at informasjonen i oppgaven ikke alltid er like relevant for en kreditor. Regnskapsdataene vi har benyttet oss i oppgaven er hovedsakelig Marine Harvests årsrapporter fra 2012 til 2017, ettersom det er denne tidshorisonten vi kommer fram til er relevant senere i oppgaven. Andre data vi har brukt har vært offentlig tilgjengelig informasjon. Når det kommer til projisering av fremtiden har vi valgt å se på perioden 2018 til 2024 som vi diskuterer i delkapittel 9.1.2.

Kildene vi har tatt i bruk i oppgaven er hovedsakelig fagbøker, forelesningsnotater og -plansjer, og Marine Harvest ASAs egne nettsider. Vi har også benyttet oss av enkelte artikler fra diverse publikasjoner. Som det vil fremkomme i oppgaven har vi valgt å verdsette Marine Harvest som konsern og ikke et selskap som enhet av en helhet. Videre er ikke dette en ren strategisk analyse av konsernet, så fokuset i den strategiske delen av oppgaven er begrenset til de momentene vi mener er relevant for å underbygge våre estimater.

Det forutsettes at leseren har kunnskap om grunnleggende økonomiske begreper og sammenhenger, ettersom dette ikke forklares i detalj i denne oppgaven.

1.3 Struktur

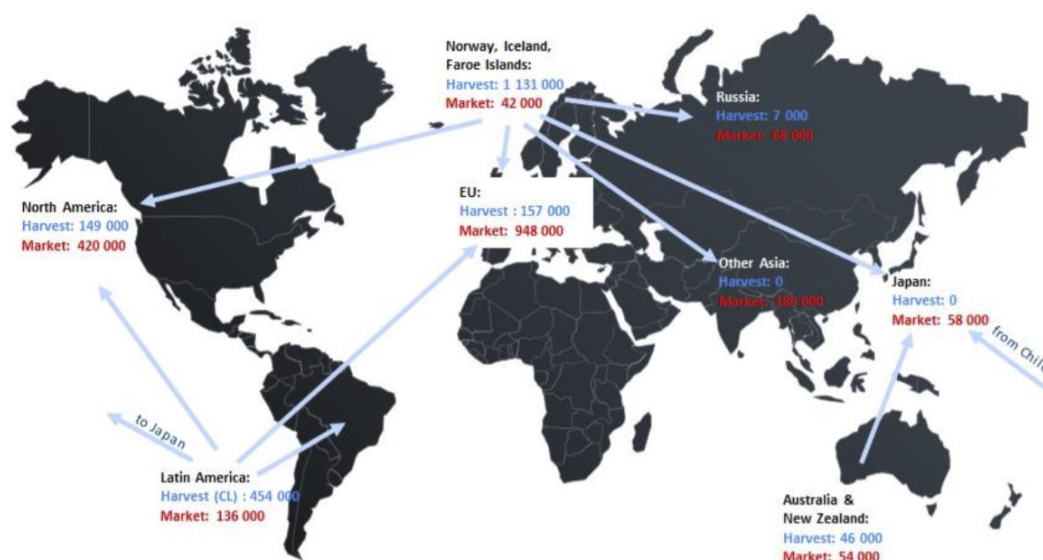
Oppgavens oppbygging og presentasjon av de ulike kapitlene. Første kapittel inneholder en kort introduksjon av oppgaven. Videre er oppgaven delt inn i tre deler hvor del én inneholder en presentasjon av selskap og bransje, valg av verdsettelsesteknikker og den strategiske analysen. Delen strekker seg fra kapittel 2 til 5. Videre i del to tar vi for oss regnskapet, analyserer risikoen og diskuterer avkastningskravet. Delen går fra kapittel 6 til 8. Til slutt i del tre fastsetter vi fremtidsregnskapet, utfører den fundamentale og komparative verdsettelsen, og avslutter med litt kritikk av verdsettelsen og en handelsstrategi. Den siste delen går fra kapittel 9 til 13.

Kapittel 2 Presentasjon av oppdrettsbransjen

I dette kapittelet vil vi foreta en kort presentasjon av oppdrettsbransjen for laks, med historisk utvikling samt dagens situasjon. Vi vil fokusere på laksenæringens markedsvilkår, strukturen i sektoren samt produksjonssyklus/metode. Kapittelet vil ta utgangspunkt fra et norsk perspektiv.

2.1 Laksesektoren

Laks er en fellesbetegnelse på samtlige arter innen laksefamilien. Laksefamilien består av 11 slekter med totalt 66 ulike arter (Vøllestad, 2017.) Ørret, også kalt Aure, er en del av laksefamilien, men navnet Ørret er det som blir brukt i dagligtale for denne arten, fremfor det mer generelle begrepet laks. Laksefamilien er en anadrom fisk, hvilket betyr at den typisk er født i ferskvann, for så å utvandre til havet for å finne bedre vekstvilkår, før den returnerer til ferskvannet for å gyte. Flere ulike typer laks og ørret er tilgjengelige som både vill- og oppdrettsfisk. Men den meste utbredte arten for kommersiell oppdrett er Atlanterhavslaks. Om lag 70 % av lakseproduksjonen kommer fra oppdrett (Marine Harvest 2017, s.6) hvor det meste av oppdrettslaks i dag kommer fra Norge, Chile, Skottland og Canada. Det største markedet for laks er EU, Nord-Amerika Asia, inkludert Russland. Figuren under viser de ulike regionenes produksjonsvolum samt handelsstrømmen av oppdrettslaks.



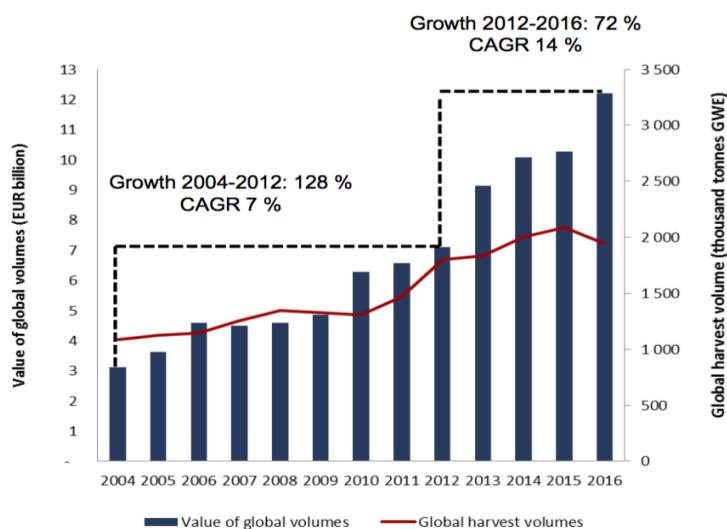
Figur 1 - 2.1 Global produksjon og handelsflyt

Ettersom laks er ferskvare, med ressurskrevende faktorer som transport og tid, så leverer produksjonslandene hovedsakelig til sine nærområder. Med dagens teknologi er det enkelt å fryse

ned laksen og selge den over et større geografisk område. Men kiloprisen for frossen laks er betydelig lavere enn fersk. Kun 2,5% av lakseeksporten fra Norge i 2017 var frossen fisk (Statistisk sentralbyrå, 2018.)

2.2 Historisk utvikling

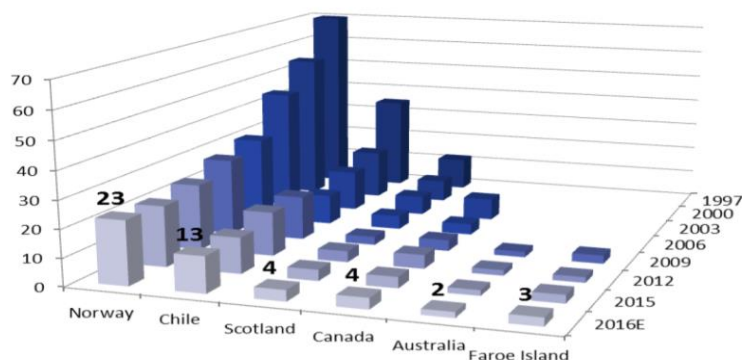
Oppdrettsnæringen er en relativt ung bransje. Det var først på 70-tallet at brødrene Grøntvedt fikk gjennombruddet med laksesmolt i merd og dermed la grunnlaget for lakseoppdrett slik vi kjenner den i dag (Johnsen, 2015.) Siden har næringen vokst til å bli et multimilliard marked med en verdi på over 12 milliarder euro og en total produksjon på ca. 2 millioner tonn i 2017. Norge står for i overkant 50 % av denne produksjonen.



Figur 2 - 2.2 Utvikling av verdi vs. volum (Kilde: Marine Harvest, SFI Handbook 2017)

Den årlig vekstrate for slaktevolumet er på 8% per år siden 1995. I perioden 2005- 2016 har denne vekstraten vært 5 % og videre forventer Marine Harvest en vekstrate på slaktevolum på 3% årlig i perioden 2016-2020. Årsaken til nedgangen i vekstraten er at de biologiske begrensningene som ligger iboende i oppdrettsanleggene kapasitet er nær å nå maksimert utnyttelse. En fortsatt stor vekst vil true det biologiske miljøet, som vil påvirke produksjonsvolumet negativ og medføre økte kostnader. Fremtidig vekst må derfor skje med produksjonseffektivitet, teknologisk utvikling, samt forbedring av farmasøytiske produkter med tanke på forebygging av sykdom hos laksen samt

redusere dødelighet. De senere år ekstraordinære vekst i total markedsverdi skyldes rekordhøy laksepris, denne faktoren vil vi komme tilbake til senere.



Figur 3 - 2.3 Antall aktører i produserende land

2.2.1 Nåværende bransjestruktur.

Oppdrettsbransjen i dag er preget av relativ få, men store aktører. I Norge har 98 ulike selskaper, (ekskludert datterselskaper i konsernforhold) lisens for å drive oppdrett av laks og ørret. Likevel står de 10 største aktørene i Norge for 69 % av produksjonen. Marine Harvest har alene en produksjons andel i Norge på ca. 22 %. Dette er et resultat av flere oppkjøp og funksjoner de senere år, en trend som er forventet å fortsette. Figur 2.3 under viser historisk utvikling av antall aktører som produserer 80 % av oppdrettslaks og ørret i de ledende produksjonslandene.

En detaljert oversikt over de ledende selskapene i de ulike produksjonslandene kan leses av tabellen under:

Top 10 - Norway		H.Q.	Top 5 - United Kingdom*		H.Q.	Top 5 - North America*		H.Q.	Top 10 - Chile		H.Q.
1	Marine Harvest	236 000	Marine Harvest	45 000	Cooke Aquaculture	56 000	Salmones Multiexport	50 000			
2	Lerøy Seafood	115 700	Scottish Seafarms	28 000	Marine Harvest	43 300	Cermaq**	40 000			
3	Salmar	115 600	The Scottish Salmon Co.	24 300	Cermaq**	21 000	Empresas Aquachile	39 000			
4	Cermaq**	60 000	Cooke Aquaculture	21 000	Grieg Seafood	10 700	Marine Harvest	36 900			
5	Grieg Seafood	40 500	Grieg Seafood	13 500	Northern Harvest	14 500	Pesquera Los Fiordos	36 000			
6	Nova Sea	37 100	*	*			Australis Seafood	30 000			
7	Nordlaks	35 000					Camanchaca	30 000			
8	Sinkaberg-Hansen	29 000					Blumar	28 000			
9	Norway Royal Salmon	26 800					Nova Austral	22 000			
10	Alsaker Fjordbruk	26 500					Yadrán	20 000			
Top 10		722 200	Top 5		131 800	Top 5		145 500	Top 10		331 900
Total		1 054 000	Total		141 700	Total		148 100	Total		454 000
Share of total		69 %	Share of total		93 %	Share of total		98 %	Share of total		73 %

Tabell 1 - 2.1 Produksjonsland

Som det fremgår av tabellen så kan man se at Marine Harvest er en betydelig aktør i samtlige av de viktigste produksjonslandene.

2.3 Produksjon

For å kunne drive produksjon av laks kreves det en lisens. En lisens gir rettighet til å produsere en gitt mengde laks. I samtlige produksjonsland er det myndighetene som kontrollerer lisens- og konsesjonsrettighetene. I Norge var det i 2016 990 lisenser som i gjennomsnitt gir rett til å produsere 1.200 tonn/per lisens. Biologiske begrensninger som miljøhensynet og laksens helse begrenser antall lisenser. En lisens har ikke utløpsdato, men den kan bli trukket tilbake ved vesentlige brudd på betingelsene eller brudd på akvakultur- og miljøreguleringer. Kjøp og salg av tildelte lisenser er tillatt, men er begrenset til produksjon i et bestemt geografisk område. Derfor er strategisk plassering av fabrikk i forhold til oppdrettsanlegg, tilgang for brønnbåt, smoltanlegg og videre logistikk for salg, viktige faktorer som må tas hensyn til.

2.3.1 Laksens livssyklus

Lakseoppdrett imiterer den naturlige utviklingen til villaks. Laksen utvikler seg fra øyerogn som kleddes til yngel, hvor laksen får næring fra en pose på magen. I det neste stadiet, hvor laksen blir kalt parr, begynner laksen å ta form og vokser til å bli smolt laks, som kan settes i sjøen for å vokse videre til matfisk. Prosessen fra lakserogn til ferdig produkt tar normalt 2-3 år. Laksen veier normalt 3-6 kg når den høstes, da dette er den optimale størrelsen for laks som matfisk. Høsting ved størrelse på 4 kg er bransjestandard da dette er den mest kostnadseffektive størrelsen med tanke på kostnadsstruktur, og denne størrelsen gir den høyeste relative kilopris.

Produksjon av oppdrettslaks skjer i sykluser på om lag 3 år. Den lange produksjonstiden medfører stort kapitalbehov, da det går lang tid fra utgiftene påløper, til laksen er salgsklar og kan generere inntekter. Dette blir nærmere diskutert i kapittel 2.3.2.

2.3.2 Finansiell struktur

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv og volatil bransje. Dette er et resultat av en fragmentert industri med en lang biologisk produksjonsprosess, som blir påvirket av ulike utvendige faktorer. I et historisk perspektiv har kostnadene blitt redusert over tid som følge av økt produktivitet samt teknologisk utvikling. Denne trenden har snudd de siste årene og oppdrettsbransjen har opplevd økte kostnader de siste årene. Dette skyldes økte førkostnader, større biologiske utfordringer med lakselus og dødelighet, samt strengere regulatoriske forhold.

Tabellen under viser hovedelementene i kostnadsstrukturen for produsert laks, fordelt på de ulike produksjonslandene. Kostnadene er oppgitt i lokal valuta.

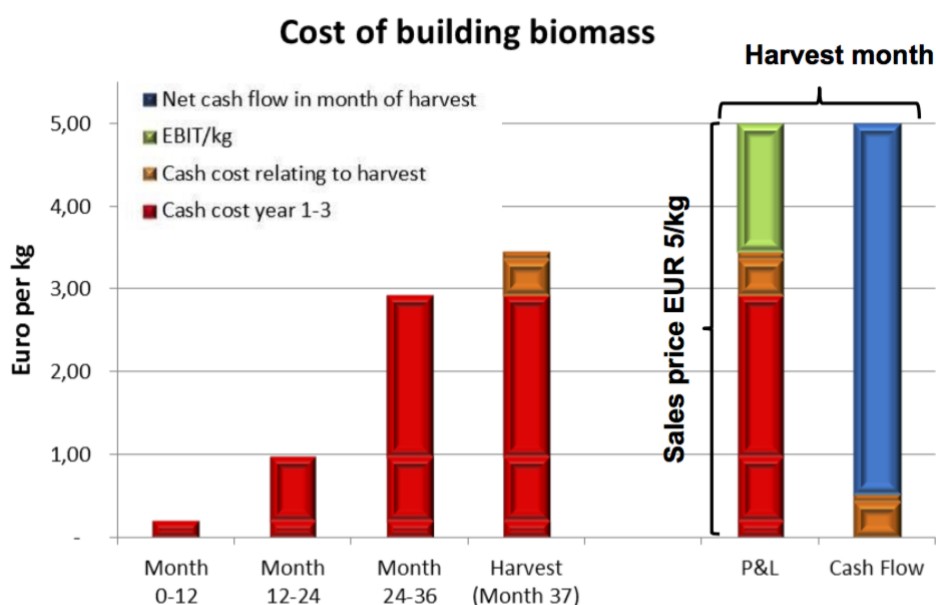
	Norge (NOK)	% av total- kostnad	Canada (CAD)	% av total- kostnad	Skottland (GBP)	% av total- kostnad	Chile (USD)	% av total- kostnad
Fôr	15,20	45,40 %	2,44	42,36 %	1,56	39,00 %	1,96	35,06 %
Primær foredling	2,76	8,24 %	0,47	8,16 %	0,29	7,25 %	0,50	8,94 %
Smolt	2,91	8,69 %	0,58	10,07 %	0,42	10,50 %	0,67	11,99 %
Lønn	2,00	5,97 %	0,51	8,85 %	0,22	5,50 %	0,25	4,47 %
Vedlikehold	1,18	3,52 %	0,21	3,65 %	0,16	4,00 %	0,23	4,11 %
Brønnbåt	1,06	3,17 %	0,18	3,13 %	0,19	4,75 %	0,26	4,65 %
Avskrivninger	1,00	2,99 %	0,25	4,34 %	0,19	4,75 %	0,23	4,11 %
Salg & markedsføring	0,30	0,90 %	0,01	0,17 %	0,04	1,00 %	0,02	0,36 %
Dødelighet	0,71	2,12 %	0,00	0,00 %	0,12	3,00 %	0,03	0,54 %
Andre	6,36	19,00 %	1,11	19,27 %	0,81	20,25 %	1,44	25,76 %
Total	33,48		5,76		4,00		5,59	

Tabell 2 - 2.2 Kostnadsstruktur

En utfordring ved kostnadsstrukturen i laksesektoren, og det som gjør næringen så kapitalintensiv, er at det går opptil 3 år fra kostnadene til et kull begynner å løpe, til laksen kan selges og derav generere inntekter. Dette medfører betydelige arbeidskapital i form av biomasse. I gjennomsnitt kreves det en investering på om lag 2,2 euro per kilo laks i netto arbeidskapital i året før høsting. Denne faktoren vil variere med et intervall på 0,2-0,4 euro per kilo i løpet av året, ettersom laksen utvikling er sterkt påvirket av temperaturendringer i sjøen. Laksen vokser fortere ved høyere temperaturer på sommeren/høsten, enn i kaldere temperaturer på vinteren/våren. For en global aktør vil netto arbeidskapital toppes ved nyttår, og bunne ut på midtsommeren.

2.3.3.1 Kostnadsstrukturen ved oppbygging av biomasse.

I figuren nedenfor illustreres kostnadsstrukturen ved å bygge en biomasse, ved en normal høsting etter 37 måneder. Salgspris 5 €/kilo er basert på gjennomsnittsprisen i Norge de siste 5 årene. For fremstillingens skyld, er kapitalutgifter antatt å være lik avskrivninger og effekten av kundefordringer og leverandørgjeld er ikke hensyntatt.



Figur 4 - 2.6 biomasse kost

Som det fremkommer av figuren, så påløper de største kostnadene i perioden etter 24-36 måneder. I måned 37 oppstår det en høy netto kontantstrøm, da kostnader relatert til innhøsting er svært små i forhold til salgsinntekter. For å kunne fortsette produksjonen i samme mønster, må mesteparten av denne kontantstrømmen reinvesteres inn i de ulike stadiene i kostnadsstrukturen. Dersom selskapet ønsker organisk vekst, så må fremtidige laksekull være større, noe som krever enda større andel av kontantstrømmen reinvestert i arbeidende kapital.

Dette er en løpende prosess, som krever at store mengder arbeidskapital blir bundet opp i faste sykliske kostnader og spesielt mye ved økende produksjonen. De senere årene har også investeringer i forskning og utvikling økt, gjennom en pågående utvikling av alternative produksjonsmetoder som har oppstått som følge av behovet for å sikre mer miljøvennlig og bærekraftig produksjon.

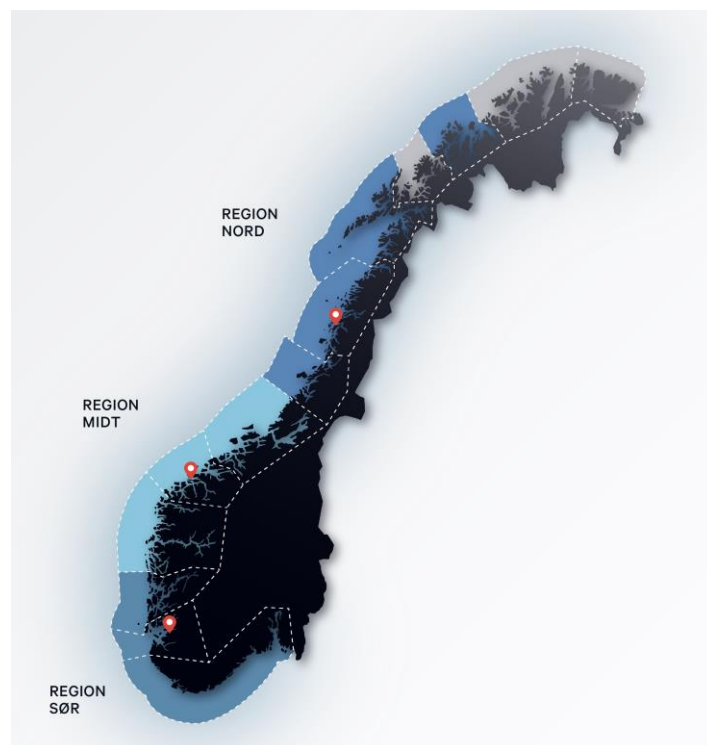
Kapittel 3 Presentasjon av Marine Harvest

I 1965 startet et selskap ved navn MOWI å involvere seg i lakseoppdrett. Selskapet fra Askøy utenfor Bergen satte ut sin første smolt i Flogøykjølpo i 1967 og fire år senere kunne de sløye sin første oppdrettslaks. Dette selskapet utviklet seg videre å flere tiår og eierandeler har skiftet hånd flere ganger i løpet av denne tiden. Navnet Marine Harvest får selskapet etter oppkjøpet av Nutreco i 1999, som forblir navnet også gjennom de senere oppkjøpene. I 2006 kjøper Pan Fish Marine Harvest og det nye selskapet tar igjen navnet Marine Harvest i 2007.

Marine Harvest er en fiskeoppdretter som hovedsakelig leverer laks i forskjellige formater til land over hele verden inkludert Norge og som selskapet skriver på sine nettsider, «over 6 millioner måltider sjømat fra Marine Harvest nytes verden rundt hver eneste dag» (Marine Harvest, 2018). Produktutvalget strekker seg fra sløyd laks og fileter til ferdigmat som røkt laks. Det er ikke bare laks, men også hvit fisk og annen sjømat som kan leveres av selskapet i både frossen og fersk form. Marine Harvest har i tillegg totalt 14 merkevarer som de distribuerer fisk under, som for eksempel Leschinger i Tyskland, MOWI Salmon i Japan og Kritsen i Frankrike for å nevne noen. Selskapet produserer også sin egen type fôr til bruk i egen oppdrettsvirksomhet, i tillegg til produksjon for videre salg.

3.1 Operasjonsavdelinger

Som en av verdens ledende sjømatselskaper driver Marine Harvest virksomhet i totalt 24 land og sysselsatte i slutten 2017 en arbeidsstyrke på 13,233 ansatte i forskjellige deler av virksomheten (Marine Harvest, 2017). Oppdrettsanleggene er lokalisert i Norge, Skottland, Canada, Irland, Chile og Færøyene hvor de til sammen produserte 370 346 tonn sløyd laks i 2017, noe som er nedgang fra 380 621 tonn i 2016. Nylig gjennomførte Marine Harvest et nytt oppkjøp av det Kanadiske selskapet Northern Harvest som skal være med å bidra til Marine Harvests langsiktige strategi om å være en verdensledende og integrert produsent av protein fra sjømat som det heter i en børsmelding fra 22. desember 2017 (Oslo børs, 2017). Avtalen om oppkjøp av aksjene er enda ikke helt ferdigstilt ettersom transaksjonen må godkjennes av konkurransemyndigheter og tollmyndigheter.



Figur 5 - 3.1 Marine Harvests virksomhet i Norge

I Norge er produksjonen fordelt på tre områder kalt Region Sør, -Midt og -Nord der hver av regionene har sitt designerte slakteri. Regionenes fordeling langs kysten er markert i blått i figur 3.1 (Marine Harvest, 2018a). Administrasjonen markert med rødt er henholdsvis Hjelmeland i Sør, Ålesund i Midt og Sandnessjøen i Nord. Antall regioner er en reduisering som trådte i kraft 1. januar 2018, hvor det opprinnelig var fire regioner, der Region Vest har blitt fjernet. Marine Harvest (2017) skriver i sin årsrapport at redueringen er en tilpasning til nye norske reguleringer for havbruksnæringen, som deler opp kysten i 13 produksjonsområder.

Marine Harvest driver ikke bare oppdrett, men også foredlings der fisken blir behandlet, markedsført og distribuert til aktuelle markeder. I Europa har Marine Harvest videreforedlingsanlegg i Storbritannia, Sverige, Tyskland, Polen, Nederland, Belgia, Frankrike, Italia og Portugal. Det er også slike foredlingsanlegg i USA, Tyrkia, Taiwan, Vietnam, Kina, Sør-Korea og Japan. Videreforedling i disse områdene gjør det enklere både praktisk og økonomisk, sett å få produktene ut på tallerkenen til konsumenten (Marine Harvest 2017).

I tillegg til foredlingsanleggene produserer også Marine Harvest fôr til bruk i egen oppdrett. Fôret produseres i Norge og Skottland og er markert med oransje punkter i kartet nedenfor. De blå punktene er der selskapet driver oppdrett og de røde sirklene er salg og marked.



Figur 6 - 3.2 Global Virksomhet (Marine Harvest, 2017)

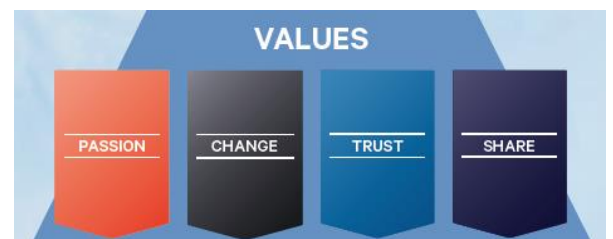
3.2 Visjon og strategi

Marine Harvest har formet elementene i sin overordnede strategi i en pyramide. Øverst finner vi visjonen, som nevnt i årsrapporten fra 2017, er å lede den blå revolusjonen (Marine Harvest 2017 s. 22). Den tar utgangspunkt i det økende behovet for protein i takt med en voksende verdensbefolkning og forklares med at verdens matproduksjon må redusere sitt miljøavtrykk for å skape en mer bærekraftig måte å fø befolkningen på. De vil takle dette problemet gjennom oppdrett av laks som har et lavere karbonavtrykk enn landbasert matproduksjon og der fisk også gir mer mat per kilo enn landbaserte dyr. Som vi skal komme tilbake til er det også utfordringer i oppdrettsbransjen som må takles for at dette skal bli like rosenrødt som det høres ut.



Figur 7 - 3.3 Visjon

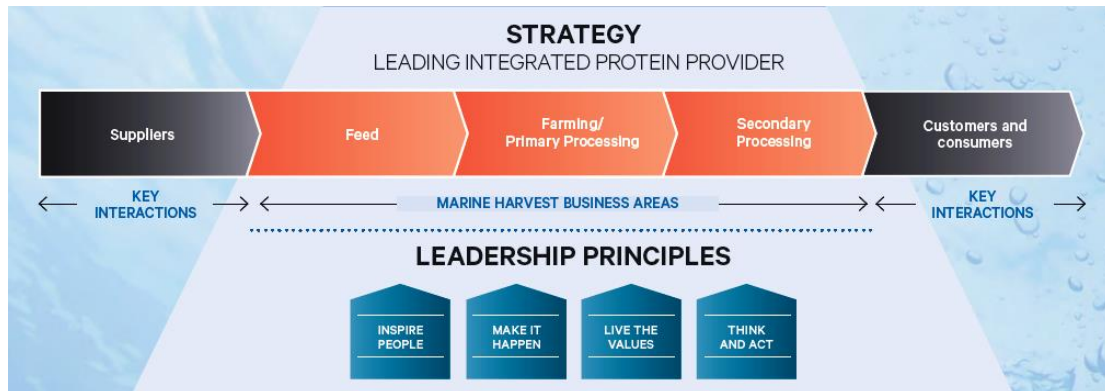
Ett trinn ned i pyramiden har Marine Harvest fire verdier som skal gjennomsyre handlingene som utføres. Disse er “lidenskap”, “endring”, “tillit” og “dele”, og skal være med på å definere Marine Harvest i deres virksomhet over hele verden.



Figur 8 - 3.4 Verdier

Videre finner vi strategien som selskapet, i sin i årsrapport, har formulert slik: “We aim to be an integrated provider of proteins from the ocean, taking the lead in all key areas,

from the production of fish feed to meeting the needs of the market. By integrating the entire value chain, we can control our products from feed to fork, and be more proactive in addressing challenges related to sustainable feed, farming and value-added processing.” (Marine Harvest, 2017 s. 22). Denne er underbygget av verdikjeden der fôr, oppdrett og videreforedling er selskapets virksomhetsområder, samtidig som god samhandling med både leverandører og kunder må opprettholdes. Dette skal ledes ved hjelp av fire prinsipper som vist i figur 3.5 nedenfor.



Figur 9 - 3.5 Strategi og prinsipper

Marine Harvest har også delt opp strategien videre i fire veiledningsprinsipper, profitt, planet, produkt og mennesker (people), som sammen med verdiene skal hjelpe å forsterke måten selskapet vil føre driften fremover på sin måte. Verdiene er vist i figur 3.6. Disse fire figurene er hentet fra årsrapporten til Marine Harvest, hvor hele pyramiden er illustrert.



Figur 10 - 3.6 Veiledningsprinsipper

3.3 Børs og aksjepris

Selskapet er notert på Oslo Stock Exchange (OSE) og var fram til 9. mars 2017 også notert på New York Stock Exchange (NYSE), men ble da tatt av denne på bakgrunn av store kostnader ved å opprettholde noteringen som ikke stod i samsvar med volumet som ble handlet gjennom noteringen. Aksjene handles likevel på det amerikanske OTC-markedet. Ved utgangen av 2017 hadde Marine Harvest 490 167 777 utestående aksjer til en verdi per aksje på kroner 136,7. Dette gir selskapet en verdi på litt over 67 milliarder norske kroner. Disse verdiene er fordelt på 20 460 aksjonærer der de 20 største står for en eierandel på 48,73 %.

Marine Harvest har siden slutten av 2011 hatt en jevn positiv prisutvikling fra en pris per aksje på 14,93 kr den 4. oktober 2011 til en pris på 148,35 den 13. februar 2018. Unntakene for prisstigningen i var i 2008 og i 2011 der aksjen hadde betydelige fall. Kursnedgangen i 2008 er mye på grunn av børskrakket mens en stor nedgang i spotpris på laks kan ha vært mye av grunnen til fallet i 2011 (Marine Harvest, 2011 s.12)



Figur 11 - 3.7 Aksjekurs 2007-2018

Det er svært nærliggende at prisen på Marine Harvest-aksjen korrelerer med lakseprisen, noe som også kommer fram gjennom fallet i 2011 der aksjekursen faller i som et resultat av fall i lakseprisen. Det ble i 2007 utbetalt 0,95 kr i utbytte per aksje, mens det i 2008 og 2009 ikke ble utbetalt noe utbytte. I perioden 2010 til 2017 ble det i snitt utbetalt 7,25 kr per aksje, der det ikke ble utbetalt noe utbytte i 2012.

Kapittel 4 Verdssettelsesteknikker

Det finnes forskjellige metoder en analytiker kan benytte seg av når vedkommende skal verdsette et selskap. Vi skal i dette kapittelet se på de forskjellige mulighetene og kort forklare hovedtrekkene. Videre vil vi komme fram til hvilke metoder som vi vil benytte videre i oppgaven.

4.1 Komparativ analyse

Komparativ analyse handler om å sammenligne forskjellige multiplikatorer fra lignende selskaper for å komme frem en verdi på det aktuelle selskapet. Analysen utføres ved at verdier som salgssinntekt, resultat, egenkapital eller lignende omregnes til en multiplikator der gjennomsnittet eller medianen av disse for kompatible selskap, brukes til å verdsette selskapet. Eksempler på slike multiplikatorer eller rater kan være pris-til-resultat, pris-til-salgssinntekt eller pris-til-egenkapital. Kompatible selskap som sammenlignes er kompatible i den forstand at de har likheter som for eksempel lignende virksomhet, produkter og størrelse (Penman, 2013 s. 76).

Denne metoden er relativt enkel, lite tidkrevende og gir en kjapp indikator på verdien av selskapet. Den følger imidlertid ikke fundamentale prinsippene og tar ikke hensyn til de underliggende verdiene, men baserer seg på markedsprisene. Dataene som brukes i multiplikatorene har ikke like stor dybde som ved andre metoder som brukes i den fundamentale analysen. Metoden er også svært dårlig egnet til å utfordre prisen på aksjene ettersom prisen er inkludert i multiplikatorene (Penman 2013). Her står man i fare for å benytte sirkelargumentasjon for å komme fram til en pris ved å bruke prisen, og ikke verdien. Det er likevel tilfeller der metoden kan benyttes, for eksempel der hvor det ikke finnes pålitelige markedspriser på aksjen eller ved børsnoteringer (Penman 2013).

4.2 Opsjonsbasert analyse

Denne analysemetoden tar utgangspunkt i opsjoner som er en rett, men ikke plikt til å utføre en handling, og omhandler en investering, utvidelse eller avvikling av et prosjekt eller virksomhet (Hull, J.C. 2012 s. 5). Opsjonsbasert analyse er en metode som vi ikke vil bruke i verdsettelsen ettersom den har for store begrensninger ved at den krever gode input-estimer for å verdsette realopsjoner som er vanskelig å gjennomføre i praksis (Kaldestad og Møller 2016). Domodaran (2012) påpeker

også at man i verdivurderingen må ta hensyn til at opsjonen, som mulighet, til en viss grad må være eksklusivt knyttet til selskapet.

4.3 Fundamental analyse

I HBO's dokumentar ved navn "Becoming Warren Buffet", sier den kjente investoren fra Omaha følgende, "You don't buy a stock, you buy a company". Det er mye av dette som er grunnlaget for en fundamental analyse, ved at gjennom å kjenne bedriften og analysere dens underliggende forhold for å komme fram til en fundamental verdi av selskapet. Penman (2013) beskriver fundamental analyse som en samling av metoder som brukes til å analysere informasjonen, og fra analysen projisere fremtidig avkastning for å finne en verdi som representerer informasjonen på en korrekt måte. Fundamental verdi er, som Penman (2013 s.84) beskriver den, forventet verdi av fremtidig avkastning på en investering.

For å estimere den fundamentale verdien vil vi benytte oss av fem steg i prosessen for fundamental analyse som blir presentert av Penman (2013 s.85). Første steg er å kjenne bedriften, som i vårt tilfelle er Marine Harvest. Det innebærer kunnskap om selskapets produkter, kompetanse, ledelse, konkurrenter og ikke minst strategi. Hvordan selskapet planlegger å skape verdi er en viktig del av analysen slik at selskapets valg av strategi og endringer av denne, vil ha innvirkning på verdien. Dette vil forme den ene delen, den kvalitative delen, av analysen. Den andre delen er hovedsakelig kvantitativ analyse som inkluderer steg én, to og tre. Analyse av informasjon vil være steg to, der relevans er essensielt og kvantitativ informasjon utgjør store deler av analysegrunnlaget i den finansielle delen. Det er imidlertid også her kvalitativ informasjon, som må vurderes. Den tredje delen innebærer å beregne fremtidig avkastning for å deretter i fjerde steg bruke disse prognosene til verdsettelsen ved å diskontere dem for å finne en nåverdi. Konklusjonen blir en anbefaling om å handle på grunnlag av verdsettelsen, enten ved å kjøpe, holde eller selge aksjen.

Når det kommer til selve verdsettelsen er det to hovedretninger å gå i en fundamental verdsettelse. Den ene, egenkapitalmetoden, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen som neddiskonteres i henhold til et avkastningskrav, og den andre er totalkapitalmetoden, hvor man finner nåverdien for de fremtidige kontantstrømmene til den totale kapitalen, for så å trekke fra gjeld for å finne egenkapitalen. Det er forskjellige modeller som kan benyttes for å finne nåverdien av

kontantstrømmene og alle skal i teorien gi samme verdi, gitt at riktig informasjon er benyttet. Alle modellene involverer prognoser om fremtiden (Penman 2013).

4.3.1 Kontantstrømmodellen

Penman ser på en bedrift som et sett prosjekter og definerer den totale kontantstrømmen som summen kontantstrømmer fra alle prosjektene. Metoden om frie kontantstrømmer, definert som innstrømningen av kontanter fra prosjekter fratrukket utstrømningen av kontanter som går til kostnader og re-investeringer som neddiskonteres. Dette er kontantstrømmodellen, som på engelsk heter discounted cash flow model. Modellen krever at kontantstrømmene som prognostiseres legges til en verdi som går over en ubegrenset tidshorisont hvor en inkluderer alle fremtidige kontantstrømmer, utover horisonten på for eksempel tre, fem eller syv år. Her forutsettes det at kontantstrømmene vokser med en konstant rate i denne verdien som fortsetter i det uendelige.

4.3.2 Dividendmodellen

Her diskonteres utbytte som genereres til aksjonærene med et avkastningskrav for å finne en nåverdi. Også her vil horisonten som prognosene viser være uendelig og det må i tillegg tas hensyn til prisen aksjen kan selges for i fremtiden.

4.3.3 Residualinntektsmodellene

Også kalt Meravkastning, residualinntekt er det overskuddet et prosjekt eller et selskap genererer som overgår den forventede avkastningen til prosjektet eller selskapet. Denne verdien benyttes i residualinntektsmodellen, der den bokførte verdien legges til nåverdien av den forventede meravkastningen. Denne modellen har fordeler over det to andre modellene ved at den fokuserer på verdidrivere og inkluderer regnskapet i verdsettelsen på en hensiktsmessig måte (Penman 2013 s. 161). I tillegg er den allsidig med kortere prognosehorisont. Noen ulemper er at den regnskapsmessig er noe kompleks og at den bygger på regnskapstall, som kan være suspekt (Penman 2013 s. 161). Man kan også benytte seg av endringene i residualinntekten som kalles abnormal earnings growth-modellen. Den har noen av de samme fordelene som residualinntektsmodellen ved at den er fokuserer på inntjening, inkluderer periodisering og regnskapstall på en hensiktsmessig måte sammen

med allsidighet og kortere prognosehorisont. Begge forebygger også overprising av vekst (Penman 2013 s. 161). Men i tillegg til å ha de samme ulempene, har abnormal earnings growth-modellen flere, ved at den introduserer komplekse begreper, er sensitiv overfor avkastningskravet og gir dårligere innsikt i verdiskaping og -drivere enn residualinntektsmodellen.

4.4 Konklusjon

I teorien kunne alle metodene ovenfor blitt benyttet, men på grunn av praktiske årsaker som hensiktsmessighet og overflødigheit vil vi bare benytte noen av dem. Vi har valgt en kombinasjon av fundamental og komparativ analyse. Dette fordi det dekker en bred andel av verdsettelsesteknikker. Vi vil i hovedsak fokusere på den fundamentale analysen og videre supplere med momenter fra komparativ analyse. Vi vil også bruke informasjon som gir estimater for både egenkapital og selskapskapital. Mye av utfordringene til den fundamentale analysen er at den er ressurskrevende, men ettersom at vi har relativ god tid til rådighet er dette den beste metoden.

Kapittel 5 Strategisk analyse

I dette kapittelet vil vi foreta en strategisk analyse av Marine Harvest, deres omgivelser samt konkurransesituasjonen i markedet. Som det fremkommer i kapittel 4 er en strategisk analyse et viktig ledd i den fundamentale analyse. Formålet med den strategiske analyse er å få en kvalitativ forståelse i de underliggende økonomiske forhold, for å kunne vurdere den generelle markedssituasjonen, og hvorvidt det foreligger *vedvarende konkurransefortrinn* samt identifisere risiko/svakheter knyttet til Marine Harvest sin strategiske posisjon i markedet. Framnes, Pettersen og Thjømmøe (2012, s. 101) definerer strategi som: «et mønster eller en plan som integreres i en organisasjons overordnede mål, politikk og hendelsesforløp som helhet.» Mens Knivsflå (2018b) definerer *unik* strategis posisjon som: «*Evnen til å generere en strategisk fordel som gir rentabilitet utover normalavkastningen på kapital.*»

5.1 Rammeverk for strategisk analyse

I en fundamental analyse blir den strategiske analysen delt opp i en ekstern bransjeorientert analyse og en ressursbasert intern analyse. Den eksterne bransjeorienterte analysen vil vi gjennomføre ved å anvende PESTEL-modellen samt Porters femkraftsmodell. For den interne ressursbasert analyse vil vi benytte SVIMA-modellen. Den eksterne analysen vil avdekke muligheter og trusler for Marine Harvest, mens intern analysen identifiserer selskapets sterke og svake sider. Avslutningsvis vil vi derfor konkludere i en SWOT-analyse som gir et overordnet bilde med bakgrunn i den kvalitative analysen.

5.2 Ekstern bransjeanalyse

Den eksterne bransjeanalyse er en makroøkonomisk analyse som anvendes for å få en oversikt over markedssituasjonen og lønnsomheten i et bestemt marked. Dersom en bransje oppnår lønnsomhet over normalavkastningen på kapital, oppstår det såkalt superprofitt, som vil lede nye bedrifter til markedet og øke konkurransesituasjonen (Lien og Jakobsen, 2015, s. 55).

Vår analyse vil være basert på offentlig tilgjengelig informasjon. I PESTEL analysen vil vi ta utgangspunkt fra et fugleperspektiv over laksesektoren, mens i Porters femkraftsmodell vil analysen bli gjennomført sett fra Marine Harvest ståsted.

5.3 PESTEL analyse

PESTEL-analyse er et makroøkonomisk rammeverk som kategoriserer de ytre omgivelsene i en gitt bransje inn i seks ulike kategorier: Politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, juridiske og miljømessige (Johnson, 2016.) Formålet med denne analysen er å identifisere hvilke iboende makroøkonomiske faktorer som påvirker bransjen i dag samt forventes å påvirke i fremtiden.

5.3.1 Politiske forhold

Politiske forhold som vil forvente å påvirke kan blant annet være faktorer som: Politisk stabilitet, skattepolitikk, handelsavtaler samt sosial velferdspolitik. For laksesektoren er konsesjons- og lisenssystemet og handelsavtaler de viktigste politiske faktorene. Generelt politisk innstilling i Norge samt internasjonale forhold, herunder handelsavtaler, vil bli diskutert under, mens konsesjons- og lisenssystemet blir diskutert under juridiske faktorer i analysen.

Norske myndigheter har i mange år fremmet norsk sjømateksport. Nærings- og fiskeridepartementet opprettet Norsk sjømatråd AS i 1991 som driver med markedsinnsikt, markedsføring og kommunikasjon og beredskap av Norsk sjømateksport. Aktiviteten er omfattende med kontorer i 19 ulike land og en omsetning på 564 millioner kroner i 2016. Statsminister Erna Solberg har også konstatert betydningen av sjømateksporten med å tidligere uttale at: «Sjømat er i ferd med å bli vår største og viktigste næring». Den politiske innstillingen overfor produksjon og eksport av laks blir derfor vurdert som svært positiv.

Ettersom laksenæringen salg er basert på eksport, så er sektoren svært sensitiv for handelsavtaler og politiske konflikter som medfører handelsbarriere. Dette har vist seg ved flere anledninger.

I 1991 innførte USA 24 % straffetoll på hel fersk laks fra Norge, ettersom US International Trade Commission mente at norsk subsidiering av oppdrettsnæringen var konkurransevridende i disfavør av den amerikanske næringen, samt påstander om bruk av dumpingpriser (Schjetne 2012). Denne straffetollen ble opphevet i 2012, men medførte at hel fersk laks på en periode neste 20 år var ute av det amerikanske markedet ifølge Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening (Schjetne 2012). Dette viser sensitiviteten og hvor betydelige konsekvenser av politiske forhold kan utarte seg.

I 2010 ble Nobel Fredspris tildelt den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo, dette medførte full isfront overfor norske myndigheter fra Kina. Kina innførte strenge restriksjoner på import av laks fra Norge, som i praksis betydde boikott av norsk laks. Det daværende markedet var på 15 000 tonn og Norge markedsandel falt fra 95 % til under 1 % (Ytreberg, 2017.) Hvorvidt denne boikotten har skadet den norske laksesektoren, har vært omdiskutert. I sin doktoravhandling ved NMBU fant Xianwen Chen at Norsk laks nådde det Kinesiske markedet via Hong Kong og Vietnam. Chen melder derfor at det er de kinesiske forbrukerne som taper på boikotten, da de må betale en høyere pris for norsk laks av lavere kvalitet (Chen 2015). I desember 2016 meddelte utenriksminister Børge Brende at norske og kinesiske myndigheter har inngått avtale om full normalisering av diplomatiske og politiske relasjoner. I mai 2017 undertegnet fiskeriminister Per Sandberg ny protokoll som skal gjenopprette eksport av laks til Kina. Resultatet materialiserte seg i januar 2018 da det ble eksportert laks for 111 millioner kroner til Kina, en oppgang på 500 % fra året før (Yterberg, 2018.) Norsk Sjømatråd har beregnet at det kinesiske laksemarkedet kan nå 240.000 tonn i 2025. Dette viser vekstpotensialet i det kinesiske markedet og hvis Sjømatrådets forventninger slår til, kan Kina på lengre sikt bli et av de største enkelt markedene for laks.

I august 2014 innførte Russland importforbud for Norsk sjømat som et motsvar til EUs sanksjonene etter Russlands invasjon av Krimhalvøya. Et forbud som per mai 2018 ikke formelt er opphevet, selv om Russland har lettet på restriksjonene. I Q4 rapporten for 2017 opplyser Marine Harvest at 3 % av salget gikk til Russland. Dette viser at den politiske anspekte situasjonen med Russland har en begrenset nedside.

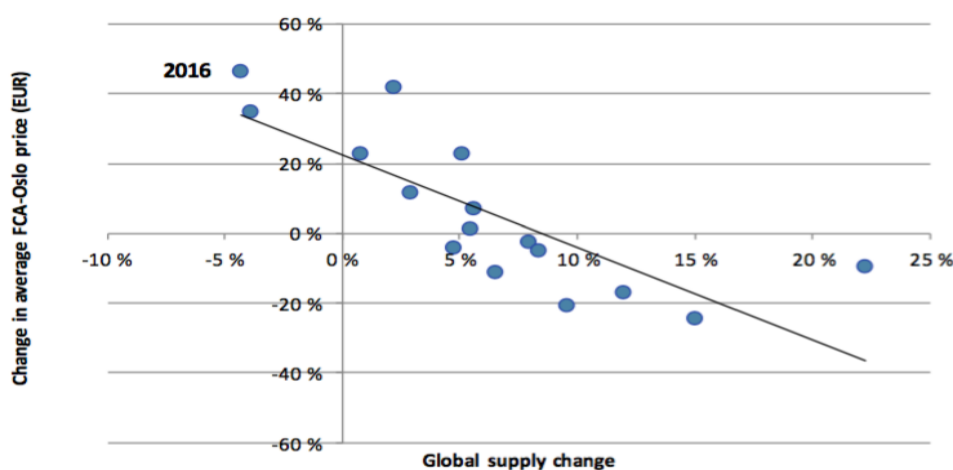
EU er i dag det viktigste markedet for Norsk laks. Norge har god adgang til markedet via EØS-avtalen. En utestengelse fra markedet i EU ville fått enorme negative konsekvenser for laksenæringen, men per mai 2018 er en slik ekskludering svært usannsynlig. Storbritannia var Norges femte største eksportmarked i 2017 (Olsen 2018) og her må det forhandles nye avtaler etter

“Brexit”. Dette forventes ikke å by på store utfordringer da Norge og Storbritannia har gode diplomatiske forbindelser og er sterkt tilknyttet hverandre gjennom handel. (Regjeringen, 2017a.)

5.3.2 Økonomiske faktorer

I dette avsnittet vil vi se på flere makroøkonomiske forhold som påvirker og legger føringene for oppdrettsbransjen. Vi vil i denne sammenheng se på faktorene eksportpris, valutakurser, fôrkostnader og rentenivå.

Lakseprisen er en volatil faktor som varierer med tilbud og etterspørsel. Etterspørselen etter laks er svært høy, så det er det globale tilbudet som er den viktigste faktoren for lakseprisen. En regresjonsanalyse utført av Kontail Analyse viser en forklaringsfaktor på 84 % av laksepris skyldes endring i globalt tilbud.



Figur 12 - 5.1 Korrelasjon av pris-tilbud (Kilde: Marine Harvest salmon farming industry handbook 2017 side 31)

Som det fremgår av figur 5.2 under så ligger lakseprisen på et historisk høyt nivå. Figuren er ikke justert for inflasjon, som i perioden fra 2000 til januar 2018 har vært på 40,4% (SSB, 2018b). Dette medfører at prisen på ca. 30 kr i 2000 tilsvarer 42,12 kr i 2018. Til sammenligning var lakseprisen 62,20 kr i uke 8 i 2018. Dette er en trussel for bransjen, da man må forvente at dagens historiske høye priser vil korrelere mot en historisk gjennomsnittlig pris.

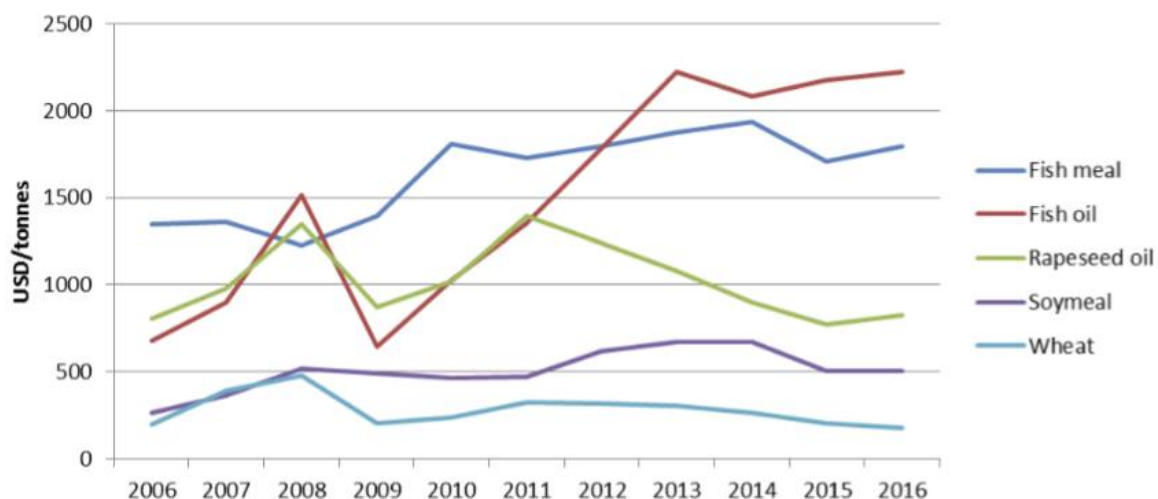


Figur 13 - 5.2 Historisk eksportpris per kilo for fersk oppdrettslaks. (Kilde Statistisk Sentralbyrå.)

Volatil laksepris og syklisk produksjon medfører en trussel for lønnsomheten på kort sikt. Det er derfor viktig at selskapene er tilstrekkelig finansiert til å kunne sikre produksjon i en nedgang syklus.

Oppdrettsbransjen er som nevnt tidligere basert på eksport, noe som gjør bransjen utsatt for valutasvingninger. Etter oljeprisfallet i 2014 har den norske kronen svekket seg betydelig mot de viktige valutaene EURO og USD. Dette har vært positivt for laksesektoren, men medfører en trussel dersom kronen skulle styrke seg igjen. På lengre sikt må det forventes at den norske kronen vil korrelere mot et historisk gjennomsnitt mot EURO og USD. Bruk av ulike sikringsinstrumenter vil redusere denne risikoen på kort sikt.

Som det fremgår av kapittel 2.3.3 utgjør fôr om lag 45 % av produksjonskostnadene ved lakseproduksjon. Dette gjør bransjen sensitiv for endringer i fôrkostnadene. Fôrleverandørene opererer hovedsakelig med kost-pluss kontrakter, hvilket medfører at endring i råvareprisene blir direkte videreført og påvirker derav bransjens største utgiftspost. Fiskemel og fiskeolje var tidligere hovedingrediensene i fiskefôret, men har blitt gradvis erstattet med billigere alternativer i planteprotein og planteolje av hensyn til kostnadene. I dag består fiskefôret av 50 % planteprotein og 18 % planteolje, men de dyrere råstoffene fiskemel og -olje er fortsatt nødvendige næringsingredienser. I planteprotein inngår soya, solsikke, hvete og mais, mens planteoljene er hovedsakelig rapsolje. Figur 5.3 under viser at historisk kostnadsutvikling av råvareprisene.



Figur 14 - 5.3 Råvarepriser for fiskefôr (Kilde Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2017 side 57)

Ettersom oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, hvor gjeldsfinansiering er normalt, så er bransjen sensitiv for renteendringer. Bruk av ulike rentederivater kan redusere denne risikoen på kort sikt. Dagens renter er på et historisk lavt nivå, og sentralbanksjef Øystein Olsen uttalte i sin årlige årstale i 2018, at det internasjonale rentenivået har passert bunnen. Det er derfor naturlig å forvente økte rentekostnader for fremtiden.

5.3.3 Sosiale faktorer

Sosiale faktorer av betydning vil her være demografi, sosiale trender, miljø og sosialøkonomi. (at folk får bedre råd, må finne et bedre ord her) -økt kjøpekraft? realinntekt?

Verdens befolkning i 2017 var om lag 7,5 milliarder. De forente nasjoner (FN) forventes at befolkningen vil vokse til over 9 milliarder mennesker i 2050. Dette betyr at dagens matproduksjon må effektiviseres. FN anslår at etterspørselen etter proteinkilder vil øke med 70 % innen 2050, noen som vil medføre økt behov for mer miljøvennlig og bærekraftig matproduksjon. Dette er positivt for laksenæringen da dette er en mer bærekraftig og miljøvennlig måte å produsere animalsk proteinkilder enn alternative substitutter som storfe, fjærfe og svin.

Den økende trenden med større fokus på helse medfører også økt etterspørsel etter helsefremmende mat. Dette er positivt for lakseoppdrett da laks er rik på protein og den sunne fettsyren omega 3, samt





essensielle vitaminer og mineraler. Samtidig har dette sunnhetsfokus økt oppslutningen/populariteten til et vegetarisk og vegansk kosthold, noe er negativt for laks som produkt.

Økonomisk utvikling medfører at middelklassen i befolkningsrike områder får økt kjøpekraft. Dette er positivt for laks, da produktet vil være økonomisk oppnåelig for en stadig større og rikere middelklasse i Asia, Russland og Sør-Amerika.

5.3.4 Miljømessige faktorer

Høy befolkningsvekst samt økende utfordringer med klimaendringer medfører at menneskets klimaavtrykk og CO2 utslipp må reduseres. Forbrukerne stiller stadig strengere krav til miljø og klimavennlig produksjon og bedrifter som ikke tar dette på alvor risikerer negative konsekvenser.

Lakseproduksjon er sammenlignet med produksjon av naturlige substitutter av animalske proteinkilder, mer klima- og miljøvennlig. Som man ser av figuren under, så er lakseproduksjon mer effektiv målt mot protein og energi bevaring, samt medfører mindre avfall da hele 61 % av laksen kan brukes som næringsmiddel. Laks krever også mindre fôr per produsert kilo, noe som letter trykket på landbasert landbruk (ved lavere produksjon av planteprotein), sammenlignet med alternativene. Selve produksjonen av laks er også mindre arealkrevende. Dette medfører at karbonutslippet og ferskvann konsumet for produksjon av laks er vesentlig lavere enn for andre animalske proteinkilder.

				
Protein Retention	31 %	21 %	18 %	15 %
Energy Retention	23 %	10 %	14 %	27 %
Edible Yield	68 %	46 %	52 %	41 %
Feed Conversion Ratio (FCR)	1.1	2.2	3.0	4-10
Edible Meat pr 100 kg fed	61 kg	21 kg	17 kg	4-10 kg

Tabell 3 - 5.1 Ressurseffektiv produksjon

Oppdrettsbransjen står likevel overfor betydelige miljøutfordringer som hindrer videre vekst. Dette er hovedsakelig biologiske utfordringer med sykdom/lakselus, rømming og utslipp av avføring og næringsalter. Sykdommer og rømming medfører betydelige tap hos produsentene, ikke bare ved reduksjon av salgsvolum, men også økte kostnader. Forebyggende arbeid av sykdom, medisiner og dødelighet belaster selskapene for betydelig summer. Rømming medfører store gjenfangst kostnader og bøter. For å ivareta det biologiske miljøet så investeres det betydelig i forsknings og utvikling (FoU). Dette blir diskutert videre under teknologiske faktorer i analysen.

Biologiske risiko er en vedvarende trussel for bransjen, og blir pekt på som den største utfordringen bransje kollektivt står ovenfor. Resultatet av manglende hensyn til denne risikoen har vi sett i Chile, hvor forurensing av det biologiske miljøet har medført massedødelighet, hindret vekstvilkår samt tap av omdømme. Det er derfor viktig at bransje tar sine miljøutfordringer på alvor. Som nevnt under sosiale faktorer i analysen, så stiller forbrukerne høyere krav til miljøvennlige produkter. Dersom bransjen løser disse utfordringene vil det være naturlig å anta at det vil bidra til økt etterspørsel.

5.3.5 Teknologiske faktorer

Ovennevnte miljøutfordringer som truer det biologiske miljøet samt hindrer videre volumvekst, har ført til store investeringer i bransjer for alternative produksjonsmetoder. Norske myndigheter har vært en pådriver for innovasjon og teknologisk utvikling, som kan bidra til økte volum samtidig som det sikre de biologiske miljøutfordringene. I perioden 20.11.15-17.11.17 innførte myndighetene en ordning hvor oppdrettsbransjen kunne søke om nye utviklingskonsesjoner for prosjekter som medførte betydelige innovasjon og investeringsutgifter. Formålet med utviklingskonsesjoner er å tilrettelegge for teknologisk utvikling som løser en eller flere av miljø og areal utfordringene som laksebransjen står ovenfor. Et vilkår er at teknologien som utvikles i disse prosjektene skal komme hele bransje til gode.

Tildelte konsesjoner vil være vederlagsfrie i 15 år. Per 23.02.18 er 6 prosjekter tildelt utviklingstillatelse, 7 er under pågående avklaringer, 28 er avslått og 63 er til behandling. Av tildelte prosjekter er største prosjektene Nordlaks Oppdrett AS sin "Havfarm" med godkjenning for 21 konsesjoner, SalMar "Havmerd" fikk tildelt 8 konsesjoner og Marine Harvest "Egget" som er en

lukket merdteknologi, fikk tilslag for 6 konsesjoner. Hver konsesjon gir tillatelse til å produsere 580-780 tonn.

Dette medfører at bransjen står overfor betydelig teknologiske utvikling. Disse prosjektene gir muligheter for en mer kostnadseffektiv produksjon, økt produksjonsvolum, samt mindre risiko knyttet til fiske sykdommer som medfører dødelighet og rømming, samtidig som de tar sikte på å løse de biologiske og miljømessige utfordringene bransje står ovenfor. Det vil påløpe betydelige investeringsutgifter og produksjonstid å igangsette disse prosjektene, så det vil ta flere år før de kan slakte sin første laks og enda lengre tid før de bidra med netto positiv kontantstrøm.

Utvikling av landbaserte lakseoppdrett utfordrer også tradisjonell lakseproduksjon. Et landbasert anlegg er ikke utsatt for biologiske utfordringer som lakseproduksjon i sjøen medfører, samt produksjonen kan flyttes ut av Norge og nærmere konsum landene. Utfordringer til landbaserte anlegg er høyere produksjonskostnader, men forventningen til mer effektiv drift (mindre sykdom og rømming) og miljøhensyn og økt volum skal kompensere for dette. Slike landbaserte anlegg vil kreve store områder. Dette er en trussel mot Norges komparative med mange og lange fjorder med optimal temperatur, da landbaserte anlegg eliminere denne fordelene. Marine Harvest har tidligere advart Norge om å være en pågangsdriver for landbaserte anlegg (Nilsen-Meyer, 2015.) Landbaserte anlegg er fortsatt i startfasen og utgjør ikke en trussel for bransjen på mellomlang sikt. På lang sikt er det for tidlig å si om landbaserte anlegg etablere seg som en konkurransedyktig konkurrent. (Ikke helt fornøyd/ferdig med dette avsnittet.)

5.3.6 Juridiske faktorer

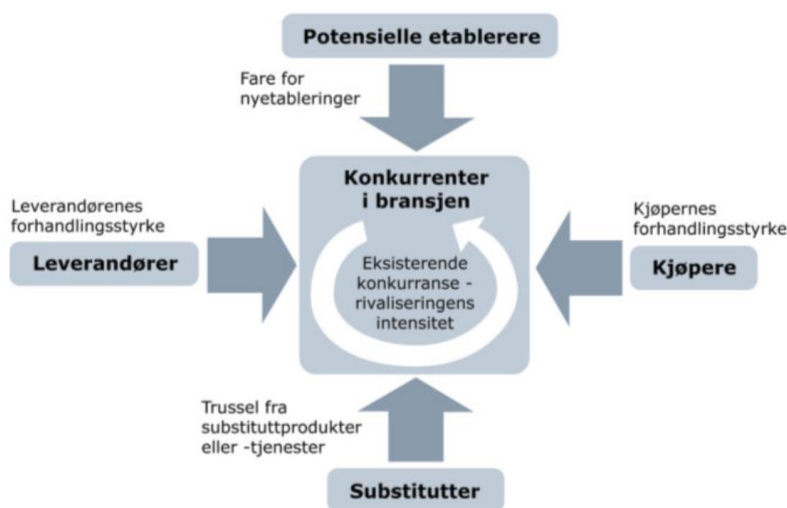
Juridiske faktorer henger sammen med de politiske, da oppdrettsbransjen er overvåket og regulert av Nærings- og fiskeridepartementet og underlagt akvakulturloven som også regulerer konsesjonssystemet. Konsesjon er den viktigste juridiske faktoren, da dette er et vilkår for å drive med lakseproduksjon. Samtlige av de viktigste produksjonslandene har et konsesjonssystem som legger føringer og begrensninger for produsentene. En konsesjon gir maksimalt tillatt biomasse (MTB) som angir hvor mye levende fisk (målt i tonn) en aktør kan ha stående i sjøen samtidig (fiskeridirektoratet, 2016.) Denne reguleringer er delt i to nivåer: lokalitetsnivå og selskapsnivå, hvor

førstnevnte begrenser MTB i et bestemt geografisk område, mens selskapsnivå angir totalt MTB et gitt selskap i Norge kan ha.

For å sikre miljømessig bærekraft og forutsigbare vekstvilkår for oppdrettsbransjen, innførte regjeringen et trafikklyssystem fra 1.oktober 2017 hvor kystlinje ble delt i 13 regioner og tildelt rødt, gult eller grønt lys, basert på den biologiske situasjonen. Rødt lys indikerer at produksjonen må nedjusteres, gult indikere uendret produksjon, mens grønn betyr at produksjonen kan oppjusteres med opptil 6 %. Ny vurdering blir gjort annethvert år, og ordningen får første gang virkning i 2019. I Oktober 2017 ble 8 områder vurdert til grønt, 3 til gult, mens 2 områder fikk rødt og risikerer å måtte nedjustere produksjonen om forholdene ikke bedres før neste vurdering i 2019. (Ekanger, A. & Johanesen, N.E, 2017)

5.4 Porters femkraftsmodell

Porters femkraftsmodell er et rammeverk for å analysere lønnsomheten og konkurransesituasjon i en bransje (Porter, 1985). Modellen beskriver konkurransemiljøet på grunnlag av fem grunnleggende konkurransekrefter, som Porter definerer som: Trussel for nyetableringer, trusselen av substitutt produkter og forhandlingsmakten til kjøper og leverandør som til sammen måler konkurranseintensiteten mellom etablerte parter, for å kunne vurdere hvor attraktiv og lønnsom bransjen er. Å forstå konkurransekraftene og deres underliggende årsaker, røttene til bransjens nåværende lønnsomhet, gir et rammeverk for å forutse og påvirke konkurransen og lønnsomheten over tid (Porter, 2008 s. 80).



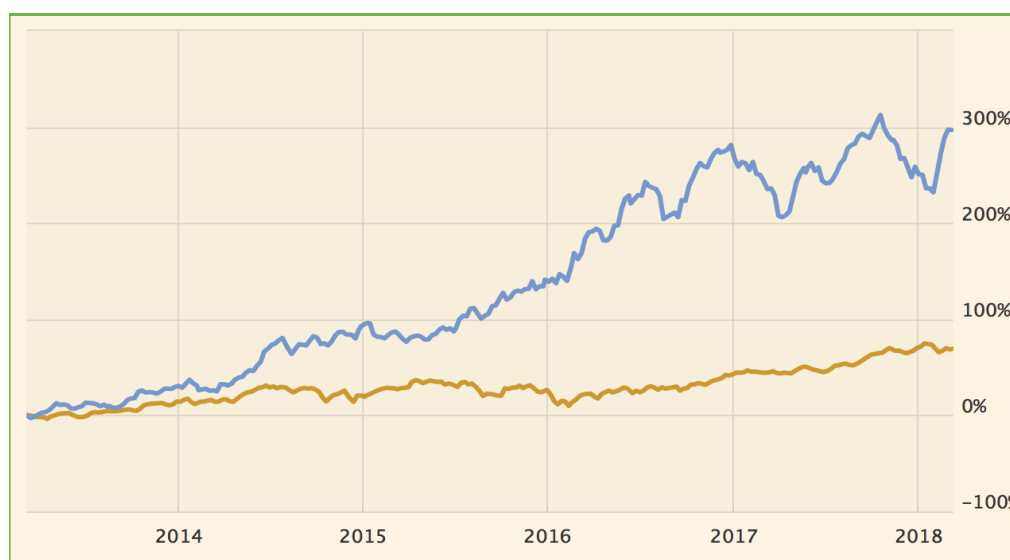
Figur 15 - 5.4 Porters femkraftsmodell

5.4.1 Trusselen fra potensielle etablerere

Trusselen for nyetableringer blir av Lien og Jakobsen (2015) identifisert som den mest grunnleggende av de fem konkurransekraftene, da fraværet av inngangsbarrierer vil tiltrekke seg nye investorer som øker konkurransen for enhver bransje som oppnår superprofitt.

Justert for etableringskostnader, kan derfor ingen bransje ha stabilt høyere lønnsomhet utover normalavkastningen på kapital. (Lien og Jakobsen, 2015, s. 55). Høye inngangsbarrierer vil fungere som beskyttelse mot nye aktører, på lik linje med lave inngangsbarrierer vil være en trussel for etablerte aktører. Faktorer som aleine eller kollektivt vil fungere som inngangsbarrierer kan være: Skalafordele, kapitalbehov, kundens byttekostnader, eksklusiv tilgang til knappe innsatsfaktorer, læringskurveeffekter, nettverks-eksternaliteter og offentlig beskyttelse av de etablerte (Lien og Jakobsen, 2015, s. 55-57).

De siste 5 årene har sjømatnæringer hatt en betydelig meravkastning på kapital enn normalavkastningen. Dette vil tilsi at bransje vil være attraktivt for nyetableringer, men oppdrettsnæringer har betydelige inngangsbarrierer, som beskytter de etablerte aktører.



Figur 16 - 5.5 OSLO Seafood Index(blå) vs. Oslo Børs Hovedindeks(oransje)

Som det fremgår av kapittel 2 så er oppdrettsbransjen svært kapitalkrevende. Det er store oppstartskostnader til produksjonsanlegg, utstyr, kunnskap og konsesjon lisens. I kapittel 2.3.2 viste vi hvor betydelige kostnader med oppbyggingen av biomasse er og at den lange produksjonssyklus medfører at inntekter vil først genereres etter 3 år, noe som betyr at en ny aktør må ha kapital for minst 3 driftsår. Volatil laksepris og biologisk risiko gir behov ytterligere startkapital. Stort kapitalbehov kan fungere som inngangsbarriere i seg selv, men i et velfungerende kapitalmarked vil

nyetableringer som har forventet positiv risikostjustert avkastning oppnå finansiering. Kapitalen kan imidlertid bli dyr, da nyetableringer må forvente å betale en høyere risikopremie enn etablerte aktører, grunnet udokumentert overlevelsessevne (Lien og Jakobsen, 2015, s. 56).

I oppdrettsbransjen er volum en vesentlig faktor som gir skalafordeler og reduserer enhetskostnaden. Fôrkostnader utgjør nær halvparten av kostnadene for løpende produksjon. Ved stort volum kan store innkjøp eller egen produksjon bidra til å redusere kostnadene. Videre er transportkostnadene betydelige. Smolt må fraktes til anlegg, ferdig laks må transporteres til fabrikk og tilslutt må ferdig produkt eksporteres til konsumentene. Her vil stort volum bidra til lavere enhetspris. Dette gir etablerte aktører skalafordeler og nye aktører må derfor raskt oppnå betydelig volum for å kunne eliminere denne fordelene, noe som kan være en inngangsbarriere.

Læringskurveeffekter er en variant av skalafordeler som oppstår ved at kostnadene reduseres ved at produksjonen blir mer effektiv ved gjentakelse (Lien og Jakobsen, 2015, s. 57). Etablerte aktører besitter kunnskap og erfarings basert “knowhow” som det er rimelig å anta at vil være ressurs- og tidkrevende for nye aktører å oppnå.

Laks er i stor grad et homogent produkt. Dette betyr at det er lave byttekostnader for konsumentene. Pris og kvalitet er ofte de avgjørende faktorer for kundene. Lave byttekostnader er en fordel for nyetablerere.

Konsesjonssystemet virker også som juridisk/offentlig beskyttelse for etablerte aktører. I samtlige av de viktigste produksjonslandene er det myndighetene som regulerer konsesjonene. De ulike landene har ulike politikk og lovgiving, men grunnet geografiske og biologiske forhold, så er myndighetene svært sparsommelige med å dele ut nye lisenser. Begrensningen med tildeling av nye konsesjoner, kombinert med at akvakulturloven tillater fritt videresalg, tvinger nye aktører til å kjøpe konsesjon på annenhåndsmarkedet, hvor prisen er opptil 60 millioner kr for en lisens. (Henriksen, T.H., Huseby, M. & Haugen, 2014.) Dette medfører også at etablerte aktører kan kontrollere en nødvendig knapp ressurs og bidra til å blokkere nyetableringer.

Grunnet de store inngangsbarrierene blir trusselen fra nyetableringer vurdert som lav. På lengre sikt kan teknologisk utvikling bidra til nye produksjonsmetoder som gir adgang til flere konsesjoner noe som reduserer inngangsbarrierene. Skulle landbasert oppdrett bli konkurransedyktig, vil dette gi nye

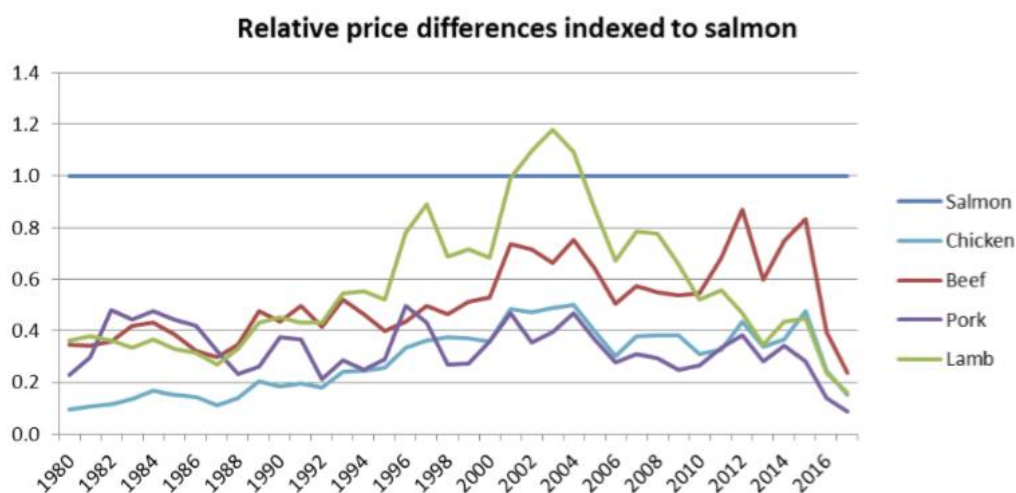
aktører langt større adgang til markedet. På kort sikt er dette en trussel av lav betydning, da landbasert oppdrett fremdeles er i en startfase og det er stor usikkerhet om det vil lykkes.

5.4.2 Trusselen fra substitutter

Et substitutt er et produkt som tilfredsstillende de samme behovene, som bransjens produkt. Prisen som kundene er villige til å betale for et produkt avhenger blant annet om hvilke alternativer som finnes. Trusselen fra substitutter er høy dersom substituttet tilbyr en attraktiv alternativkost i forhold til bransjen eget produkt og kundens byttekostnader er lav. (Porter, 2008 s 84-85). Høy trussel fra substitutter er negativt for bransjen lønnsomhet da substitutter danner et pristak som begrense den potensielle lønnsomheten. Porter (2008) spesifisere viktigheten av å ikke undervurdere substitutter og fremhever at substitutter kan være lett å overse, men vil alltid være tilstedeværende. Ethvert produkt som har potensiale til å tilfredsstillende det samme behovet vil en trussel. Substitutter kan identifisere ved følgende tre faktorer: De vurderes på samme brukskriterier, har samme bruksområder og er tilgjengelig i samme geografiske område (Lien og Jakobsen, 2015, s. 59.)

Mennesker er avhengige av proteiner og laks er et proteinrikt produkt, hvilke indikerer at enhver annen proteinkilde vil være en potensielt substitutt. Hva som er den største substitutten for laks avhenger av konsumentenes preferanser. Siden laks er en animalsk proteinkilde har vi definert substitutter som andre animalske proteinkilder som storfe, fjærkre, svin og lam. Alternativer som egg, tofu, belgfrukter og annen sjømat er også potensielle substitutter.

Som det fremkommer av Figur 5.6 så har den historiske lakseprisen ligget over de alternative substituttene. Høy etterspørsel og begrenset tilbud bidrar til høyere laksepriser og utgjør en trussel for bransjen da konsumentene kan enkelt velge rimeligere alternativer.



Figur 17 - 5.6 Relative prisdifferanser til laks. (Kilde Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2017 p. 22)

Til tross for en høyere pris, er laks fortsatt et attraktivt produkt og omsettes i “high-end” segmentet. Dette indikere at laks ikke er et produkt som kjøpes utelukkende på grunn av sitt proteininnhold, men en mer kompleks kombinasjon av smak, kvalitet, og det faktum at laks er sunnere og et mer miljøvennlig produkt.

Tilgjengelighet i markedet er også en viktig faktor. Mens de resterende animalske proteinkildene fra tradisjonelt jordbruk er utviklet og innarbeidet i markedet i lang tid, er laks et relativt nytt produkt i flere markeder. En vellykket satsing med forbruker- og posisjon pakninger har gitt større distribusjon i dagligvarebutikker, noe som overføres til stadig flere land. Stadig økende globale sushi trenden er bidrar også med å gjøre laks mer tilgjengelig.

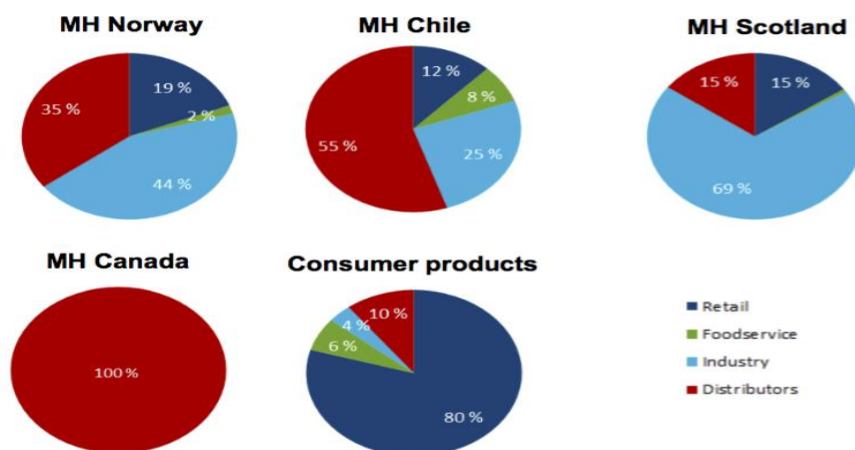
Trusselen fra substitutter vurderes som moderat. Laksens helsefremmende egenskaper er en fordel, men høyere pris kombinert med lave byttekostnader er gir lav terskel for å bytte til substitutter.

5.4.5 Kjøpers forhandlingsmakt

Dersom kundenes forhandlingsmakt er stor kan kundene sette bransjen i en posisjon hvor man må tilby rabatter ved lavere priser eller at større volum til samme pris. Dette vil true bransje lønnsomhet, og stor forhandlingsmakt hos kunder er dermed en trussel for bransjen. Kundenes forhandlingsmakt

øker når det er få kunder og mange leverandører, homogene varer, lave byttekostnader og store faste kostnader med ledig kapasitet for leverandørene (Lien og Jakobsen, 2015, s. 65).

Oppdrettsbransjen er preget av relativt få, men store leverandører, som selger hovedsakelig til industri, detaljhandel, storhusholdning og distributører. En stor kundeportefølje med mange ulike kjøpere, lave byttekostnader og relativt få tilbydere, reduserer kundenes forhandlingsmakt.



Figur 18 - 5.7 Marine Harvest salgskanaler (Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2017, s 111)

Laks er et homogent produkt, hvor opplyste kunder vil være bevist på pris og kvalitet. Laks blir normalt forhandlet etter markedspris som er basert på tilbud og etterspørsel, noe som begrenser den enkelte kjøpers forhandlingsmakt. Svingninger i lakseprisen vil oppstå, noe kundene kan sikre seg mot ved å inngå langtidskontrakter om fremtidig kjøp ved avtalt fastpris.

Et homogent produkt med flere tilbydere kombinert med at det er generelt lave byttekostnader, gir kundene sterkere forhandlingsmakt, da de enkelt og rimelig kan bytte leverandør. Laks har også rimelige substitutter, som slutt konsument kan bytte til uten byttekostnader, dersom prisen blir for høy.

Store faste kostnader med ledig kapasitet er også en faktor som gir kundene sterk forhandlingsmakt. Oppdrettsbransje har betydelige fastekostnader, men i dagens marked finnes det ikke ledig kapasitet. Dette gir ubalanse i markedet ved at etterspørselen er større enn tilbudet, som presser prisene oppover og gir svakere forhandlingsgrunnlag for kjøperne.

Som det fremgår av figur 5.5 så er salg til videre distribusjon betydelig. Her kan bransje styrke sin forhandlingsmakt gjennom vertikal integrasjon og ta dermed ta større kontroll over *videreformidlingen* av laksen. Marine Harvest har opparbeidet seg slike anlegg tett til de viktige markedene EU, USA og Asia, hvor laksen prosesseres til produkter som file, porsjonsstykker, røkelaks og ferdig måltid produkter, før den når markedet. På North Atlantic Seafood Forum 8. mars 2018 kunngjorde Marine Harvest at de innen 2025 vil åpne 2000 restauranter i Kina og Taiwan, som skal selge retter baserte på laks fra Marine Harvest under merkenavnet “Supremesalmon.” Merkevarer skal også leveres konsumentpakkede produkter til dagligvarebutikker. I startfasen vil restaurantene fungere som en markedsføringskanal ut til forbrukerne. Dette svekker forhandlingsstyrken til øvrige kjøper, da Marine Harvest vil oppnå større kontroll over verdikjeden.

På bakgrunn av dette vurderer vi forhandlingsmakten til kundene som moderat. Dersom det skulle oppstå overflødig kapasitet vil forhandlingsmakten til kundene styrkes, men dette vurderes som usannsynlig, da biologiske og geografiske forhold gir en iboende begrensning som er utnyttet.

5.4.6 Leverandørers forhandlingsmakt

Sterk forhandlingsmakt hos leverandørene truer bransjen lønnsomhet, da leverandørene kan ta høyere profitt på bransje bekostning. Leverandørers forhandlingsmakt kan sies å være et speilbilde av kundenes forhandlingsmakt, og leverandørenes makt økes når de er få, levere heterogene produkter med manglende substitutter, store byttekostnader for bransjen og leverandørene kan integrere fremover uten at bransjen kan integrere bakover (Lien og Jakobsen, 2015, s. 65). For oppdrettsbransjen er utstyrleverandører, farmasøytiselskaper, smoltprodusenter, fôrleverandører og brønnbåtselskaper viktige leverandører.

Som nevnt i kapittel 2.3.3 så utgjør fôr kostnadene til oppdrettsbransjen neste 50 %. Blant leverandørene er det derfor fôrleverandørene som har den største og viktigste forhandlingsmakten overfor bransjen. De siste 10 årene har laksefôr produsent bransje blitt betydelig konsolidert og siden 2008 har selskapene Skretting, Ewos og BioMar hatt tilnærmet hele markedet. I 2014 begynte Marine Harvest sin første fôrfabrikk å produsere fôr, hovedsakelig til eget forbruk. Fabrikken i Bjugn produserte 310 242 tonn i 2016, hvilket gir Marine Harvest en selvforsyningsgrad på 86 % i Norge. (Marine Harvest, 2016, s 44.) I mars 2017 fikk Marine Harvest de nødvendige tillatelse av lokale myndigheter til å bygge en ny fôrfabrikk på Isle of Skye i Skottland (intrafish.no,2017.) Denne

fabrikken vil ha en produksjonskapasitet på 170 000 tonn/år og forventes å stå ferdig høsten 2018. På lengre sikt, dersom ønskelig, kan Marine Harvest selv opparbeide en kapasitet for produksjon av fôr for videresalg.

Denne baklengs vertikale integrasjon har svekket leverandørenes forhandlingsmakt betydelig. Eksterne fôrleverandører kan på sikt bli overflødig for Marine Harvest og de har stort potensiale og målsetning om å bli selvforsynt av fôr. På bakgrunn av dette blir forhandlingsmakten til leverandører ovenfor Marine Harvest vurdert som lav. Mindre aktører i bransjer som ikke har foretatt baklengs vertikale integrasjon vil ha betydelige svakere forhandlingsstyrke med leverandørene, så for disse aktørene blir leverandørenes forhandlingsmakt moderat/høy.

5.4.7 Eksisterende konkurranse rivalisering intensitet

Den eksisterende rivaliseringsintensiteten kan defineres som: "Hvor stor andel av verdiskapningen som overføres til kundene på grunn av konkurransen mellom etablerte aktører i markedet." I en situasjon med perfekt konkurranse, opplyste kunder og full informasjon, vil tilbyderne i bransjen tilpasse seg en eksogent gitt markedspris og produsere det volumet der marginalkostnaden er lik markedsprisen (Lien og Jakobsen, 2015, s. 61). Den rivaliseringen som overfører verdiskapningen til kundene, på bransje bekostning, kan ha flere ulike former som, rabatter, service forbedring, produktinnovasjon og kvalitetsheving (Porter, 2008, s 86). Faktorer som påvirker rivalisering er: produkt differensiering, antall aktører, etterspørsel, faste kostnader og ledig kapasitet, avviklingsbarrierer og kvalitetskonkurranse (Lien og Jakobsen, 2015, s. 62-64).

Da laks i utgangspunktet er et homogent produkt kombinert lave byttekostnader for kundene, fører dette til at pris blir en viktig konkurransefaktor og aktørene må tilpasse seg markedsprisen. Når prisen er gitt av markedet, legger det ekstra press på kostnadssiden, og kostnadseffektiv drift vil være en konkurransefordel som bidrar til avkastning over bransjegjennomsnittet. Som det fremkommer av kapittel 5.2, så er stordriftsfordeler i oppdrettsbransjen betydelige. Dette bidrar til å øke den interne rivaliseringen.

Som nevnt tidligere, så er fôr den største utgiftsposten for bransjen. Dette er en variabel kostnad, så de faste kostnadene bidrar ikke til økt rivalisering. Kapasitet i markedet i dag er under press, noe som

gir lav bransjevekst. Videre vekst må sikres gjennom oppkjøp eller utvikling av nye produksjonsmetoder, fortrinnsvis offshore eller landbasert oppdrett. Dette har skapt et utviklingskappløp av nye produksjonsmetoder, som øker rivaliseringen.

Oppdrettsbransjen kjennetegnes i dag ved relativ få, men store aktører (Se kapittel 2). Høye inngangsbarrierer og knappheten av konsesjoner gjør det krevende for nye aktører som ønsker å etablere seg og dermed beskyttes etablerte aktører. Til tross for høye inngangsbarrierer, så er utgangsbarrieren i bransje lav, noe som demper rivaliseringen, da ulønnsomme aktører vil forlate bransje og redusere kapasiteten i markedet. Marine Harvest har i dag omtrent 20 % av det globale markedet, dobbelt så stor andel som nest største aktør, hvilken er en ytterligere indikasjon på lav rivalisering. Marine Harvest har vist både evne og vilje til oppkjøp av mindre aktører. Denne ambisjonen om å bli en enda større markedsleder, er en faktor som styrker den totale rivaliseringen for bransjen.

Høy global etterspørsel etter laks kombinert med begrenset volum, gir høy laksepris som sikrer generelt god lønnsomhet i bransjen og selv små aktører oppnår høy avkastning. Basert på denne faktoren kombinert med de øvrige nevnt ovenfor, så blir den interne rivaliseringsintensiteten vurdert som moderat. Dersom den pågående utviklingen av nye produksjonsmetoder lykkes, vil det skjerpe rivaliseringen i bransjen.

5.5 Intern ressursbasert analyse - SVIMA

I den interne ressursbaserte analysen vil vi som sagt bruke SVIMA-modellen, som er en norsk tilpasning av det som på engelsk kalles VRIO. VRIO er et rammeverk som ble utviklet av Jay B. Barney i 1991 og tas i bruk for å identifisere ressurser eller evner som kan gi et varig konkurransefortrinn. Akronymet er en forkortelse av de engelske ordene valuable, rare, imitability og organization.

Akronymet for den norske versjonen er SVIMA og representerer sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar (Lien & Jacobsen, 2015). For at det skal være potensiale for et konkurransefortrinn som er vedvarende, må ressursen eller evnen oppfylle alle disse kravene. En ressurs kan deles inn i tre hovedgrupper, tangible resources, intangible resources, organizational

capabilities som direkte oversatt blir materielle ressurser, immaterielle ressurser og organisatoriske evner (Dess, Lumpkin, Eisner, McNamara, 2014).

For at den skal være sjelden, må ressursen være utilgjengelig for konkurrentene. Den er i tillegg viktig hvis den også utgjør en positiv forskjell på selskapets lønnsomhet. Den må heller ikke være lett å imitere eller kopiere slik at substitutter ikke utgjør noen trussel. Hvis ressursen også kan tas, eller er i bruk i virksomheten, kan den i ulik grad være mobiliserbar. Til slutt er den approprierbar hvis fordelene ved ressursen tilflyter selskapet og ikke andre aktører i verdikjeden.

5.5.1 Materielle ressurser

Dette er eiendeler som enklere lar seg observere. Disse deles inn i fire kategorier, finansielle, fysiske, teknologiske og organisatoriske (Dess, m.fl., 2014). Eksempler på slike ressurser hos Marine Harvest er fôr, størrelse, geografisk plassering, patenter og lignende. Marine Harvest har et mål om å bli selvforsynt med fôr i oppdrettsprosessen og er den eneste oppdretteren som er i nærheten av dette sammen med Bakkafrost (Bakkafrost, 2017). Denne ressursen er likevel imiterbar og vil kunne bli kopiert av konkurrenter gitt tid og ressurser, som Bakkafrost er et eksempel på. Dette vil gi en midlertidig fordel.

Geografisk sett er selskapet godt representert i mange land gjennom sine anlegg. Størrelsen til Marine Harvest gjør at de kan dekke flere markeder og posisjonen som selskapet er i lar seg vanskelig kopiere av konkurrerende aktører på kort sikt. Dette kan sies å være en midlertidig fordel, siden andre aktører kan stjele markedsandeler og utvide til samme geografiske områder.

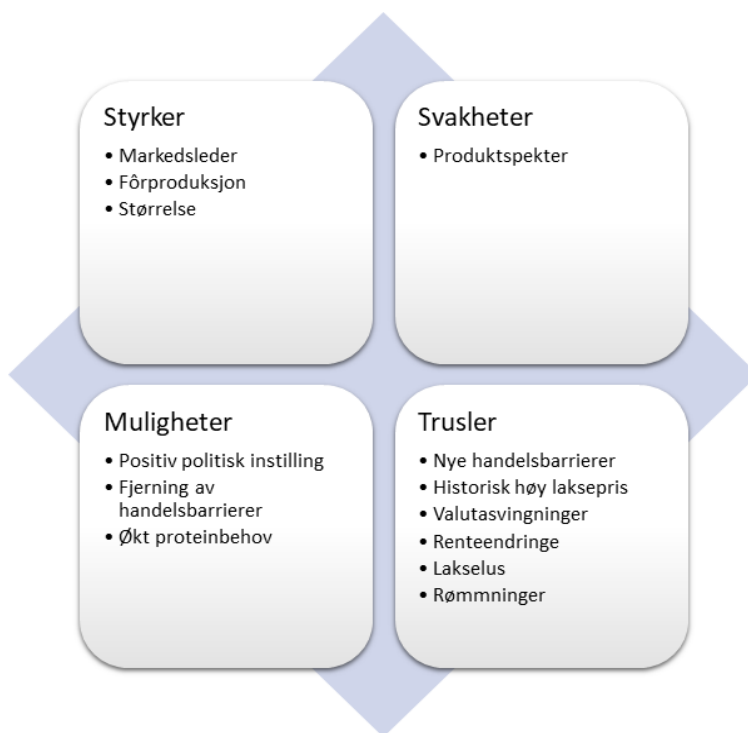
En annen ressurs er konsesjonene som deles ut av norske myndighetene til oppdretterne. Disse kommer i et begrenset antall og kan ikke kopieres, men de kan selges. Disse områdene som konsesjonene gjelder er under selskapets kontroll og kan ikke benyttes av andre til oppdrett. Har oppdretteren flere konsesjoner enn konkurrentene sine vil det naturlig nok være en fordel. Likevel utstedes det nye konsesjoner og balansen kan dermed skifte, så fordelene må også her ansees å være midlertidig. Konsesjonene delt ut av norske myndigheter gjelder naturlig nok bare i Norge.

Det er mye annet det går an å se på i tilknytning til denne analysen, men vi har tatt med det vi mener er de mest relevante ressursene der Marine Harvest potensielt kan ha fortrinn overfor sine konkurrenter.

5.6 Oppsummering - SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen tar vi i bruk SWOT-analyse som hjelpemiddel.

Rammeverket gir en grei og enkel oversikt over momentene som diskuteres i kapittelet slik at vi får et bilde av Marine Harvest og deres samhandling med omgivelsene.



Figur 19 - 5.8 SWOT-analyse

Kapittel 6 Presentasjon og analyse av regnskapstall

I dette kapitlet skal vi presentere regnskapstall og analysere den finansielle informasjonen som steg 2 i verdsettelsesprosessen. Regnskapsanalysen er en essensiell del av den fundamentale analysen ettersom det skaper mye av grunnlaget for prognosene av fremtidig avkastning. Vi vil benytte oss av rammeverket som beskrevet av Knivsflå der vi vil bruke følgende rammeverk for regnskapsanalysen som er bygd opp av tre steg. Første steg er å omorganisere resultat og balanse, steg to er analyse og justering av målefeil, og siste steg blir analyse av forholdstall. Vi beveger oss nå over i en kvantitativ analyse hvor vi søker å finne det Penman kaller driverne av avkastning og vekst. Analysen vil i tillegg gi innsikt i de underliggende økonomiske forholdene som implisitt er gitt av regnskapstallene.

6.1 Forutsetninger

Før vi går løs på analysen er det noen forutsetninger for analysen, eller nærmere sagt avgjørelser som må tas før analysen gjennomføres (Knivsflå 2018, 3). Først må vi vurdere om vi skal analysere hvert segment for seg eller samlet. En samlet vurdering av segmentene oppdrett, fôr, og salg og markedsføring vil være mest nærliggende ettersom regnskapsinformasjonen for hvert enkelt segment er noe begrenset (Knivsflå 2018, 3). Det er også stor grad av interaksjon mellom segmentene, ettersom Marine Harvest har integrert en stor del av verdikjeden i sin drift. Derfor er det også bedre å se dem under ett og dermed konsernet under ett.

For det andre må vi bestemme over hvor lang periode analysen skal gå. Marine Harvests drift har ikke endret seg nevneverdig over tid. Annet enn fôrproduksjonen som startet i 2012 har det ikke vært markerte endringer i operasjonsområde. Oppkjøpet av Morpol i 2013 var mer en utvidelse forretningsområdene enn ervervelse av et helt nytt forretningsområde. Likevel taler hyppige oppkjøp og nye forretningsområder for en kortere tidshorison ettersom tallene ikke gjenspeiler dagens virksomhet (Knivsflå 2018, 3). Vi har valgt en periode som går fra 2012 til og med 2017 ettersom virksomheten i løpet av denne perioden ikke har undergått vesentlige endringer i forretningsområde. Det er i tillegg et poeng at perioden bør fange opp konjunktorene i laksesektoren, noe som fører til at perioden må være tilstrekkelig lang.

6.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor vises de rapporterte tallene i perioden vi valgte ut i forrige kapittel, fra 2012 til 2017. I årsrapporten benyttes euro som den gjeldende valuta, som ble endret fra norske kroner i 2016. Vi har valgt å presentere tallene for 2017 i norske kroner av praktiske årsaker. Det gjør det lettere å sammenligne 2017 tallene med tidligere år og vi unngår å regne om flere år fra kroner til euro. Vi har også benyttet oss av den gjennomsnittlige euro-kursen i 2017 ved konverteringen.

RESULTATREGNSKAP MHG I MNOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Inntekter	15 420,4	19 177,3	25 300,4	27 710,2	32 540,7	33 821,0
Andre inntekter	43,2	22,1	230,9	170,5	68,7	217,3
Driftsinntekter	15 463,6	19 199,4	25 531,3	27 880,7	32 609,4	34 038,3
Varekostnader	-9 666,5	-9 998,5	-13 677,4	-15 858,4	-16 556,5	-15 748,8
Verdijustering av slaktet fisk	-1 575,8	-4 323,7	-5 518,5	-4 098,9	-8 078,5	-
Verdijustering av biologiske eiendeler	1 926,0	6 118,3	5 007,7	4 189,2	11 666,5	-
Netto verdijustering av biomasse	350,2	1 794,6	-510,8	90,3	3 588,0	-3 174,0
Lønn og personalkostnader	-2 418,6	-2 674,3	-3 320,9	-3 825,5	-4 087,6	-4 457,4
Andre driftskostnader	-2 163,6	-2 581,9	-3 350,0	-3 969,9	-4 389,5	-5 176,5
Avsetning for tapskontrakter	-6,1	-124,7	23,7	-6,6	-1 009,8	1 117,4
Restruktureringskostnader	-0,8	-272,8	-52,9	-136,3	-50,2	-23,3
Andre ikke-operasjonelle poster	-	-74,4	-168,2	21,7	12,1	2,8
Resultat fra tilknyttede selskaper	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5	314,3
Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)	1 646,5	5 489,2	4 624,3	4 405,7	10 697,4	6 892,7
Avskrivninger	-677,2	-762,5	-966,8	-1 252,0	-1 323,8	-1 402,8
Nedskrivning	-0,5	-65,0	-24,1	-60,9	-164,4	-968,2
Driftsresultat (EBIT)	968,8	4 661,7	3 633,4	3 092,8	9 209,2	4 522,7
Finanskostnad	-382,8	-640,2	-544,6	-416,5	-449,6	-435,6
Netto valutaeffekter	523,3	-311,7	-388,4	37,7	249,9	-82,1
Andre finansielle poster	-320,0	-252,4	-1 213,7	-473,8	-1 955,5	869,3
Resultat før skatt	789,3	3 457,4	1 486,7	2 240,2	7 054,0	4 874,3
Skattekostnad	-376,5	-1 026,8	-752,0	-820,5	-2 042,8	-558,7
Resultat etter skatt	412,8	2 430,6	734,7	1 419,7	5 011,2	4 315,6
Resultat fra avvirket virksomhet/eiendeler til salgs	-	91,9	204,8	-2,1	-	-
Årsresultat	412,8	2 522,5	939,5	1 417,6	5 011,2	4 315,6
Andre fullstendige resultatelementer	-408,7	581,2	827,7	677,8	496,1	-1 868,2
Totalresultat	4,1	3 103,7	1 767,2	2 095,4	5 507,3	2 448,4

Tabell 4 - 6.1 Historisk resultatregnskap for Marine Harvest Group

BALANSE MHG (I MNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EIENDELER						
<i>Anleggsmidler</i>						
Konsesjoner	5 435,4	6 036,1	6 514,9	7 163,8	6 944,7	6 053,8
Goodwill	2 115,5	2 374,9	2 416,9	2 484,7	2 435,1	2 516,2
Utsatt skattefordel	73,9	178,8	147,3	110,3	23,6	128,9
Andre immaterielle eiendeler	114,2	188,4	166,5	265,0	294,4	256,8
Sum immaterielle eiendeler	7 739,0	8 778,2	9 245,6	10 023,8	9 697,8	8 955,7
Eiendom, anlegg og utstyr	4 111,9	6 677,2	8 257,2	9 246,4	9 159,9	10 654,1
Investeringer i tilknyttede selskap	647,3	900,4	978,2	1 188,8	1 590,1	1 679,7
Andre finansielle anleggsmidler	1 008,6	132,1	166,1	4,0	3,6	3,9
Andre anleggsmidler	73,2	8,8	14,5	20,5	45,4	28,5
Sum Anleggsmidler	13 580,0	16 496,7	18 661,6	20 483,5	20 496,8	21 321,0
<i>Omløpsmidler</i>						
Varelager	819,7	1 751,1	2 400,8	2 664,5	2 255,2	3 020,0
Biologiske eiendeler	6 207,9	9 536,6	10 014,0	10 939,6	14 300,0	11 813,3
Kundefordringer	1 782,0	3 191,4	3 360,2	3 926,2	4 525,0	4 699,7
Andre fordringer	548,3	956,4	883,4	1 260,3	1 024,9	975,2
Andre finansielle omløpsmidler	44,4	130,1	227,1	280,2	129,0	70,9
Bunden kapital	89,3	167,1	213,1	111,7	146,3	124,0
Bankinnskudd	246,0	439,1	1 195,2	577,0	799,6	581,6
Sum omløpsmidler	9 737,6	16 171,8	18 293,8	19 759,5	23 180,0	21 284,6
Eiendeler for salg		1 059,1	19,0	17,4	31,8	4,9
SUM EIENDELER	23 317,6	33 727,6	36 974,4	40 260,4	43 708,6	42 610,5
EGENKAPITAL OG GJELD						
<i>Egenkapital</i>						
Andel til majoritet	11 619,7	16 318,5	14 702,2	18 178,3	18 794,1	22 772,4
Minoritetsinteresse	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2	11,8
Sum egenkapital	11 688,7	16 346,3	14 718,2	18 187,2	18 802,3	22 784,2
<i>Langsiktig gjeld</i>						
Utsatt skatteforpliktelse	2 543,7	3 365,0	3 568,9	3 759,3	4 120,6	3 482,5
Langsiktig rentebærende gjeld	5 338,5	7 710,2	10 669,1	10 279,3	9 026,3	7 609,5
Annen langsiktig finansiell gjeld	329,5	855,3	2 218,6	2 010,5	3 994,3	746,9
Annen langsiktig gjeld	85,2	120,9	115,9	114,8	104,5	118,1
Sum langsiktig gjeld	8 296,9	12 051,4	16 572,5	16 163,9	17 245,7	11 956,9
<i>Kortsiktig gjeld</i>						
Betalbar skatt	26,2	252,6	525,2	696,3	1 295,7	893,5
Kortsiktig rentebærende gjeld	377,8	686,7	7,0	1,5	0,9	1 282,2
Leverandørgjeld	1 452,5	2 232,6	2 039,2	2 379,7	2 503,3	2 764,1
Andre kortsiktige finansielle forpliktelser		82,2	810,4	940,3	830,5	903,3
Avsetninger		492,2	507,7	440,4	1 396,6	92,5
Andre kortsiktige forpliktelser	1 475,4	1 393,3	1 794,2	1 450,9	1 633,7	1 933,6
Sum kortsiktig gjeld	3 331,9	5 139,6	5 683,7	5 909,1	7 660,7	7 869,3
Forpliktelser holdt for salg		190,5				
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	23 317,5	33 727,8	36 974,4	40 260,2	43 708,7	42 611,5

Tabell 5 - 6.2 Historisk balanse

6.3 Omgruppering for analyse

Marine Harvest Group rapporter etter den internasjonale regnskapsstandarden IFRS som rangerer eiendelene etter likviditet og gjeld er rangert etter forfallstidspunkt. Videre er også resultatregnskapet fokusert på om årsresultatet er positivt slik at oppstillingene blir mer kreditorientert (Knivsflå 2018, 4). Målet med omgrupperingen er å gjøre oppstillingen av balanse og resultat mer investororientert. Knivsflå gjør dette ved hjelp av fire steg for hver av oppstillingene som vi vil beskrive i delkapitlene.

6.3.1 Omgruppering av resultatregnskap

Første steg i omgrupperingen av resultatregnskapet ifølge Knivsflå, er definere fullstendig nettoresultat (FNR). Fullstendig nettoresultat består av årsresultatet, annet fullstendig resultat og eventuelle “dirty surplus”-poster (Knivsflå 2018, 4). Såkalt “dirty surplus accounting” vil si å føre resultatposter, inntekter eller kostnader, direkte mot egenkapitalen i stedet for i resultatregnskapet (Penman 2013, s. 263). Etter kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3 skal inntekter og kostnader resultatføres, hvor “dirty surplus” bryter med dette prinsippet. Formelen for FNR blir da seende slik ut:

$$\text{FNR} = \text{årsresultat} + \text{annet fullstendig resultat} + \text{“dirty surplus”}$$

FULLSTENDIG NETTORESULTAT (MNOK)		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Årsresultat	412,8	2 522,5	939,5	1 417,6	5 011,2	4 315,6
+	Annet fullstendig resultat	-408,7	581,2	827,7	677,8	496,1	-1 868,2
=	Rapporter nettoresultat	4,1	3 103,7	1 767,2	2 095,4	5 507,3	2 447,4
+	Dirty surplus	0,0	0,0	0,0	0,0	-999,2	0,0
=	Fullstendig nettoresultat	4,1	3 103,7	1 767,2	2 095,4	4 508,1	2 447,4

Tabell 6 - 6.3 Fullstendig nettoresultat

Dirty surplus-posten fra 2016 er grunnet overgangen i rapporteringsvaluta fra NOK til EUR. Dette skaper en forskjell ettersom resultatregnskapet i 2016 er konvertert ved bruk av gjennomsnittskursen for 2016 mens det for balansen 2016 er benyttet kursen ved årsslutt. Denne differansen skaper da en residualpost.

Det andre steget blir å fordele det fullstendige nettoresultatet til de postene i balansen som nettoresultatet berører. Knivsflå understreker viktigheten av å identifisere kildene til resultatet og synliggjøre hvordan det blir fordelt i balansen, noe som gjøres ved å skille mellom drift og finansiering.

Fullstendig driftsresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	15 463,6	19 199,4	25 531,3	27 880,7	32 609,4	34 038,3
Driftskostnader	-14 583,1	-14 759,5	-22 047,4	-24 997,6	-23 981,7	-29 830,9
Driftsresultat	880,5	4 439,9	3 483,9	2 883,1	8 627,7	4 207,5
Resultat fra tilknyttede selskaper	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5	314,3
Andre driftsrelaterte fullstendige resultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Driftsrelaterte dirty surplus	0,0	0,0	0,0	0,0	-999,2	0,0
Fullstendig driftsresultat før skatt	1 849,3	9 101,6	7 117,3	5 975,9	16 837,7	8 729,2
Fullstendig finansresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto valutaeffekt	523,3	-311,7	-388,4	37,7	249,9	-82,1
Finanskostnad	-320,0	-252,4	-1 213,7	-473,8	-1 955,5	869,3
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0,0	91,9	204,8	-2,1	0,0	0,0
Andre finansielle fullstendige resultat	-408,7	581,2	827,7	677,8	496,1	-1 868,2
Finansielt dirty surplus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fullstendig finansresultat før skatt	-205,4	109,0	-569,6	239,6	-1 209,5	-1 081,0

Tabell 7 - 6.4 Fullstendig drift- og finansresultat

I steg tre vil vi skille de unormale fra de normale postene i regnskapet. Dette er essensielt ettersom normalresultatet er relevant for projiseringen. Normale poster defineres ut i fra hvilken grad de gjentas i regnskapsperioder, noe som igjen gjør dem mer relevante for projiseringen av fremtiden. Unormale poster er dermed poster som det ikke forventes at gjentas i flere perioder, engangsposter, som er mindre relevante for fremtiden (Knivsflå 2013, 4). Her skilles det også mellom poster som har tilknytning til drift og finans i tillegg til minoritet og skatt. I realiteten er skillet mellom normale og unormale poster relativt utydelig og det må ytes skjønn når de unormale postene skal trekkes ut. Vi vil eksplisitt kun identifisere unormale poster mens de normale postene implisitt blir identifisert. Postene som ikke blir kommentert nedenfor anser vi da som normale poster.

Drift

Selv om *netto verdijustering biomasse* er en post som vi ser gjentatte ganger i flere perioder er det fortsatt en unormal post ved at det er en justering som ikke nødvendigvis trenger å være gjentakende

i flere perioder. Dette er et eksempel på at normal og unormal ikke er gjensidig utelukkende der skillet er vanskeligere å fastsette. Verdijusteringen er behandlet i egen note og reguleres av International Accounting Standard (IAS) 41 *Agriculture*. Marine Harvest skriver i nota at fisken i sjøen vurderes til virkelig verdi i henhold til IAS 41, mens avlsfisk og smolt blir verdsatt til kost fratrukket nedskrivning. Ettersom fisken blir verdsatt til virkelig verdi og benytter seg av level 1 inputs, markedsprisen, vil den være sterkt knyttet til prisen på laks. Dette kan skape store svingninger som gjør denne posten unormal.

Avsetning for tapskontrakter anser vi også som en unormal post ettersom denne er vanskelig å predikere da forventningen om tap er en forutsetning for avsetningen. Posten er heller ikke noe som forventes å ha en konstant gjentakning over flere perioder. Den defineres i note 2 og beskrives nærmere 30, der avsetningene tilknyttet tapskontrakter er hovedsakelig et resultat av den tekniske regnskapsbehandlingen av virkelig verdi av biomasse (Marine Harvest 2017, s.203).

Restruktureringskostnader er også ifølge Knivsflå en unormal post. Kostnader til restrukturering er unormal i den forstand at de ikke er en naturlig del av driften. Det vil i noen grad stort sett alltid eksistere restruktureringskostnader i et selskap i utvikling eller som driver virksomhet i et miljø i utvikling. Dette blir likevel identifisert som en unormal post.

Andre ikke-operasjonelle kostnader er beskrevet i note 27 og inkluderer usikre forpliktelse, avsetninger og engangskostnader som bøter. Disse er unormale da de påløper kun en gang og i tillegg er vanskelige å predikere.

Nedskrivninger er ikke noe som skjer rutinemessig som avskrivninger. Da avskrivninger er den forventede verdiforringelsen, er nedskrivningene uforventede store forringelser i verdien som sees på unormalt. Unormale poster drift

UNOMALE POSTER DRIFT	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto verdijustering biomasse	350,2	1 794,6	-510,8	90,3	3 588,0	-3 174,0
Avsetning for tapskontrakter	-6,1	-124,7	23,7	-6,6	-1 009,8	1 117,4
Restruktureringskostnader	-0,8	-272,8	-52,9	-136,3	-50,2	-23,3
Andre ikke-operasjonelle kostnader	0,0	-74,4	-168,2	21,7	12,1	2,8
Nedskrivninger	-0,5	-65,0	-24,1	-60,9	-164,4	-968,2
Unormalt driftsresultat	342,8	1 257,7	-732,3	-91,8	2 375,7	-3 045,3

Tabell 8 - 6.5 Unormalt driftsresultat

Finans

Når det gjelder finanspostene må vi til note 12 for å finne unormale poster spesifisert. De unormale postene under finans er netto valutaeffekt og andre finansielle poster eksklusiv renteinntekt, da vi anser renteinntektene som normale. Endringer i virkelig verdi samt utbytte og gevinst eller tap på salg av aksjer er unormale på grunnlag av deres volatilitet. Gevinst eller tap på laksederivater defineres også som unormal etter samme argumentasjon (Knivsflå 2013, 4). Den kan tenkes at det finnes normale poster i netto andre finansielle poster, men vi har ingen informasjon om hva denne posten inneholder og velger da å karakterisere den som unormal.

Dette gir følgende oppstilling for finans:

UNORMALE POSTER FINANS	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto valutaeffekter	523,3	-311,7	-388,4	37,7	249,9	-82,1
Andre finansielle poster	-320,9	-227,4	-1 183,4	-463,0	-1 938,7	880,5
Unormalt finansresultat	202,4	-539,1	-1 571,8	-425,3	-1 688,8	798,4

Tabell 9 - 6.6 Unormalt finansresultat

I fjerde og siste steg skal vi fordele den rapporterte skattekostnaden. Hensikten med å fordele skattekostnaden er fjerne kostnader knyttet til unormale poster som har mindre relevans overfor projisering av fremtidige regnskapstall. Fordelingen vil skje over netto finanskostnad, netto finansinntekter, unormalt netto finansresultat, netto driftsresultat og unormalt netto driftsresultat. Selskapsskattesatsen er stadig i endring og for 2018, som vedtatt i statsbudsjettet, 23 % på alminnelig inntekt med unntak for finansskattepliktige virksomheter. Dette er en reduksjon på ett prosentpoeng fra 2017 som hadde en skattesats på 24 %.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Selskapsskattesats	28%	28%	27%	27%	25%	24%

Tabell 10 - 6.7 Selskapsskattesats

Netto finanskostnader regnes ut ved å ta finanskostnaden multiplisert med 1 minus skattesatsen.

Finanskostnadene vil for det meste inneholde gjeldsrenter som gir et skattefradrag og i realiteten, en skatteinntekt ettersom de reduserer skattegrunnlaget.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Normal finanskostnad	382,8	640,2	544,6	416,5	449,6	435,6
Finanskostnadsskatt	107,2	179,3	147,0	112,5	112,4	104,5
Netto finanskostnad	275,6	460,9	397,6	304,0	337,2	331,0

Tabell 11 - 6.8 Netto finanskostnad

Netto finansinntekter vil for Marine Harvest falle inn under fritaksmetoden med hjemmel i skattelovens § 2-36 der kun 3 % av utbytte er å anse som skattepliktig. Dette unntaket i beskatningen vil redusere den effektive skattesatsen. Dette gjelder også urealiserte gevinster.

Knivsflå presenterer en tommelfingerregel når finansinntektsskattesatsen vanskelig lar seg regne ut nøyaktig. Regelen er å benytte 2/3-deler av selskapsskattesatsen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Normal finansinntekt	-0,9	25,0	30,3	10,8	16,8	11,2
Finansinntektskatt	-0,2	4,7	5,5	1,9	2,8	1,8
Netto finansinntekt	-0,7	20,3	24,8	8,9	14,0	9,4

Tabell 12 - 6.9 Netto finansinntekt

Videre har vi unormalt netto finansresultat som inneholder både finansielle inntekter og kostnader. Dette resulterer i at flere poster har ulik skattesats som diskutert i de foregående avsnitt. Det benyttes derfor også her 2/3-dels sats av selskapsskattesatsen.

Tabell 13 - 6.10 Unormalt netto finansresultat

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormalt finansresultat før skatt	202,4	-539,1	-1 571,8	-425,3	-1 688,8	798,4
- 2/3 sats av unormalt finansresultat	37,8	-100,6	-282,9	-76,6	-281,5	127,7
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0,0	91,9	204,8	-2,1	0,0	0,0
= Unormalt netto finansresultat	164,6	-346,6	-1 084,1	-350,8	-1 407,4	670,7

Deretter har vi fordelingen på netto driftsresultat. Før vi kan beregne skatten her må vi finne driftsskattesatsen som vil være noe redusert da driftsresultatet også inneholder poster med forskjellig grad av fradragsrett. Ut ifra driftsskattesatsen vil vi også beregne normalisert driftsskattesats som er gjennomsnittet av det årlige driftsskattesatsene. Formelen vi vil bruke for driftsskattesatsen er som følger (Knivsflå 2018, 4):

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{NRS} - 2/3 * \text{sss} * (\text{FI} + \text{UFR}) + \text{sss} * \text{FK}}{\text{DR} + \text{UDR}}$$

- NRS = Netto resultat sysselsatt kapital
- sss = Selskapsskattesatsen
- FI = Finansinntekt
- UFR = Unormalt finansresultat
- FK = Finanskostnader
- DR = Driftsresultat
- UDR = Unormalt driftsresultat

Fra disse resultatene fant vi gjennomsnitt og median, og valgte den minst ekstreme av disse to som var medianen på 31,55 %. Dog var dette marginalt mindre ekstremt ettersom gjennomsnittsverdien var på 31,6 %.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsskattesats	50,66%	29,33%	33,77%	34,95%	28,21%	12,68%
Normalisert driftsskattesats	31,55%	31,55%	31,55%	31,55%	31,55%	31,55%
Differanse	19,11%	-2,22%	2,22%	3,40%	-3,34%	-18,86%

Tabell 14 - 6.11 Skattesatser og differanse

Netto driftsresultat finner vi som vist i tabell 6.12. Vi benytter her den normaliserte driftsskattesatsen når vi beregner den driftsrelaterede skattekostnaden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsresultat fra egen virksomhet	537,7	3 182,2	4 216,2	2 974,9	6 252,0	7 252,8
- Driftsrelatert skattekostnad	169,6	1 003,9	1 330,1	938,5	1 972,4	2 288,1
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	368,1	2 178,3	2 886,1	2 036,4	4 279,6	4 964,7
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5	314,3
= Netto driftsresultat	456,4	2 400,1	3 035,6	2 246,1	4 861,1	5 279,0

Tabell 15 - 6.12 Netto driftsresultat

Videre finner vi også unormalt netto driftsresultat. For her å fordele skattekostnaden blir det benyttet unormal driftsskattesats som er avviket mellom driftsskattesatsen og den normaliserte satsen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto verdijustering biomasse	350,2	1 794,6	-510,8	90,3	3 588,0	-3 174,0
Avsetning for tapskontrakter	-6,1	-124,7	23,7	-6,6	-1 009,8	1 117,4
Restruktureringskostnader	-0,8	-272,8	-52,9	-136,3	-50,2	-23,3
Andre ikke-operasjonelle kostnader	0,0	-74,4	-168,2	21,7	12,1	2,8
Nedskrivning	-0,5	-65,0	-24,1	-60,9	-164,4	-968,2
= Unormalt driftsresultat	342,8	1 257,7	-732,3	-91,8	2 375,7	-3 045,3
- Skatt på unormalt driftsresultat	173,7	368,8	-247,3	-32,1	670,2	-386,3
+ Andre driftsrelaterete resultatelementer	-404,7	576,3	831,6	676,6	496,1	-1 868,2

+	Driftsrelaterte dirty surplus	0,0	0,0	0,0	0,0	-999,2	0,0
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	102,8	-70,7	93,7	101,1	-208,7	-1 368,1
+	Unormal skattekostnad	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
=	Unormalt netto driftsresultat	-338,3	1 535,9	252,9	515,7	1 411,1	-3 159,1

Tabell 16 - 6.13 Unormalt netto driftsresultat

Til slutt finner vi hele fordelingen av skattekostnaden. Summen av disse fordelingene skal da være lik den rapporterte skattekostnaden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
	Normal driftsskattecostnad	169,6	1 003,9	1 330,1	938,5	1 972,4	2 288,1
-	Skatt på finanskostnad	107,2	179,3	147,0	112,5	112,4	104,5
+	Skatt på finansinntekt	-0,2	4,7	5,5	1,9	2,8	1,8
+	Skatt på unormalt driftsresultat	173,7	368,8	-247,3	-32,1	670,2	-386,3
+	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	102,8	-70,7	93,7	101,1	-208,7	-1 368,1
+	Skatt på unormalt finansresultat	37,8	-100,6	-282,9	-76,6	-281,5	127,7
+	Unormal skattecostnad	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
=	Rapportert skattecostnad	376,5	1 026,8	752,0	820,5	2 042,8	558,7

Tabell 17 - 6.14 Rapportert skattecostnad

Hvis vi da til slutt setter sammen momentene vi har regnet oss frem til i dette delkapittelet sitter vi igjen med en omgruppert versjon av resultatregnskapet. Dette er vist i tabell 6.14.

OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP I MNOK							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
	Driftsinntekter	15 463,6	19 199,4	25 531,3	27 880,7	32 609,4	34 038,3
-	Driftskostnader	14 925,9	16 017,2	21 315,1	24 905,8	26 357,4	26 785,6
=	Driftsresultat fra egen virksomhet	537,7	3 182,2	4 216,2	2 974,9	6 252,0	7 252,8
-	Driftsrelatert skatt fra egen virksomhet	169,6	1 003,9	1 330,1	938,5	1 972,4	2 288,1
=	Netto driftsresultat fra egen virksomhet	368,1	2 178,3	2 886,1	2 036,4	4 279,6	4 964,7
+	Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5	314,3
=	Netto driftsresultat	456,4	2 400,1	3 035,6	2 246,1	4 861,1	5 279,0
+	Netto finansinntekt	-0,7	20,3	24,8	8,9	14,0	9,4
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	455,6	2 420,4	3 060,4	2 254,9	4 875,1	5 288,4
-	Netto finanskostnad	275,6	460,9	397,6	304,0	337,2	331,0
-	Netto minoritetsresultat	4,0	7,4	3,9	0,6	-2,8	2,8
=	Nettoresultat til egenkapital	176,0	1 952,1	2 659,0	1 950,3	4 540,7	4 954,6

+	Unormalt netto driftsresultat	-338,3	1 535,9	252,9	515,7	1 411,1	-3 159,1
+	Unormalt netto finansresultat	164,6	-346,6	-1 084,1	-350,8	-1 407,4	670,7
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2,3	3 141,4	1 827,8	2 115,2	4 544,4	2 466,1
-	Netto betalt utbytte	0,0	923,4	3 406,3	2 340,5	3 870,9	6 078,5
=	Endring i egenkapital	2,3	2 218,0	-1 578,5	-225,3	673,6	-3 612,4

Tabell 18 - 6.15 Omgruppert resultatregnskap

6.3.2 Omgruppering av balanse

Omgrupperingen av balansen gjøres i fire steg som i resultatregnskapet. Balanseoppstillingen i IFRS er i utgangspunktet kreditororientert ved at eiendelene er rangeres etter deres grad av likviditet, og gjeld rangeres etter forfallstid. De fire stegene inkluderer eventuelt avsatt utbytte, skille mellom drift og finansiering i totalbalansen, gå fra totalkapital til sysselsatt kapital og til slutt gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Den ferdige totalbalansen fremstilt i tabell 6.15.

TOTALBALANSEN I MNOK		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Driftsrelaterte anlegg i virksomhet	11 924,1	15 464,2	17 517,3	19 290,7	18 903,1	19 638,3
+	Investering i tilknyttet og felles kontrollert	647,3	900,4	978,2	1 188,8	1 590,1	1 679,7
=	Driftsrelaterte anleggsmidler	12 571,4	16 364,6	18 495,5	20 479,5	20 493,2	21 318,0
+	Driftsrelaterte omløpsmidler	9 402,3	15 435,5	16 658,4	18 790,6	22 105,1	20 508,2
=	Driftsrelaterte eiendeler	21 973,7	31 800,1	35 153,9	39 270,1	42 598,3	41 826,2
+	Finansielle anleggsmidler	1 008,6	132,1	166,1	4,0	3,6	3,9
+	Finansielle omløpsmidler	335,3	1 795,4	1 654,4	986,3	1 106,7	781,3
=	Finansielle eiendeler	1 343,9	1 927,5	1 820,5	990,3	1 110,3	785,3
	Totale eiendeler	23 317,6	33 727,6	36 974,4	40 260,4	43 708,6	42 611,5
	Egenkapital	11 619,7	16 318,5	14 702,2	18 178,3	18 794,1	22 772,4
	Minoritetsinteresser	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2	11,8
	Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 628,9	3 485,9	3 684,8	3 874,1	4 225,1	3 600,6
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2 954,1	4 561,2	4 866,3	4 967,3	6 829,3	5 683,8
=	Driftsrelatert gjeld	5 583,0	8 047,1	8 551,1	8 841,4	11 054,4	9 284,3
	Langsiktig finansiell gjeld	5 668,0	8 565,5	12 887,7	12 289,8	13 020,6	8 356,4
+	Kortsiktig finansiell gjeld	377,8	768,9	817,4	941,8	831,4	2 185,5
=	Finansiell gjeld	6 045,8	9 334,4	13 705,1	13 231,6	13 852,0	10 541,9
	Totalkapital	23 317,5	33 727,8	36 974,4	40 260,2	43 708,7	42 610,5

Tabell 19 - 6.16 Totalbalansen

Første steg er å eventuelt avsette utbytte, men ettersom Marine Harvest rapporterer etter IFRS er ikke dette steget nødvendig. Etter IFRS blir ikke foreslått utbytte avsatt som kortsiktig gjeld, men

egenkapital som skal tilbakebetales i løpet av året. Det er derfor ikke nødvendig å omgruppere utbytte her (Knivsflå 2018, 5).

Steg to er å skille mellom drift og finans i totalbalansen. Dette er en mer investororientert oppstilling kontra IFRS' mer kreditororienterte oppstilling, som nevnt tidligere i delkapittelet. I omgrupperingen blir eiendelene delt opp i driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjelden blir delt opp tilsvarende. I egenkapitalen skilles det mellom egenkapital og minoritetsinteresse.

Driftsrelaterte eiendeler

De driftsrelaterte eiendelene kan deles også inn i anleggsmidler og omløpsmidler. Vi beskriver først de driftsrelaterte anleggsmidlene.

Immaterielle eiendeler består av konsesjoner, goodwill, utsatt skattefordel og andre immaterielle eiendeler. Konsesjonene er knyttet til oppdrettsområdene hvor Marine Harvest opererer, som helt klart er knyttet til driften. Goodwill oppstår i IFRS bare gjennom oppkjøp av andre virksomheter og er, jf. IFRS 3, verdsatt til kjøpsvederlaget, minoritetsinteressene og virkelige verdi på oppkjøperens tidligere investering, fratrukket virkelig verdi på netto eiendeler. Goodwill inkluderes også i driften sammen med utsatt skattefordel og andre immaterielle eiendeler. Disse utgjør en del av de driftsrelaterte anlegg i virksomheten.

Eiendom, anlegg og utstyr ansees også som driftsrelaterte anlegg i virksomheten sammen med andre anleggsmidler.

Investeringer i tilknyttede selskap er den siste delen i de driftsrelaterte anleggsmidlene selv om investeringer vanligvis ansees som finansielt tilknyttet. Knivsflå påpeker at investeringer i tilknyttede selskaper vanligvis holde som en strategisk posisjon og ikke som en finansiell posisjon og bør således grupperes som en driftsrelatert eiendel. Det antas derfor at dette også er tilfellet for Marine Harvest og inngår som en del av de driftsrelaterte anleggsmidlene.

Videre til de driftsrelaterte omløpsmidlene som består av varelager, biologiske eiendeler, kundefordringer, andre fordringer. Varelageret består hovedsakelig av fôr, varer i arbeid, pakkematerialer og ferdigvarer (Marine Harvest 2017). Biologiske eiendeler består av oppdrettsfisken, avlsfisk og smolt. Kundefordringene er relatert til driften og klassifiseres deretter. Andre fordringer som beskrives nærmere i note 17 i årsrapporten består av forhåndsbetalinger, pensjonsfond, skattefordel/forhåndsbetalt skatt og andre fordringer. Det kan diskuteres om andre

fordringer er en driftsrelatert eiendel, men noten gir ikke ytterligere informasjon om disse fordringene er rentebærende og dermed finansielt relatert. Vi antar at disse da er driftsrelaterte.

Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler består, som de driftsrelaterte, av anleggsmidler og omløpsmidler.

Anleggsmidlene er oppgitt i balansen som andre finansielle anleggsmidler som er beskrevet som kost i note. De finansielle omløpsmidlene består av andre finansielle omløpsmidler, bunden kapital, bankinnskudd og eiendeler for salg. Likvidene bunden kapital og bankinnskudd er ikke utelukkende knyttet til finans, men etter prinsippet om konsistens velger vi å klassifisere dette under finans ettersom renteinntektene også er kategorisert slik (Knivsflå 2018, 5). Dette vil føre til at driftskapitalen blir underestimert ved at vi ikke tar med alle verdier som burde vært inkludert. Eiendeler holdt for salg er eiendeler som ikke vi ha noen effekt på driften i fremtiden ettersom de vil bli solgt og er dermed klassifisert som finansiell eiendel (Knivsflå 2018, 5).

Driftsrelatert gjeld

Driftsrelatert gjeld er gjeld som blir tatt opp som en del av driftssyklusen, som det derfor ikke betales renter på (Knivsflå 2018, 5). Denne posten inkluderer dermed både langsiktig og kortsiktig driftsrelatert gjeld. I langsiktig driftsrelatert gjeld inngår utsatt skatteforpliktelse og annen langsiktig gjeld som ifølge note består av pensjonsforpliktelse og annen langsiktig gjeld. Det er ikke videre spesifisert i noten hva posten annen langsiktig gjeld er, så det forutsettes at denne er ikke rentebærende gjeld og inngår i den driftsrelaterte gjelda. Videre, i kortsiktig driftsrelatert gjeld inngår betalbar skatt, kundefordringer, avsetninger, annen kortsiktig gjeld og forpliktelser for salg.

Finansiell gjeld

Finansiell er rentebærende gjeld som deles opp i langsiktig og kortsiktig finansielle gjeld. Langsiktig finansiell gjeld består av langsiktig rentebærende gjeld og annen langsiktig finansiell gjeld. Dette er ifølge note gevinst eller tap på virkelig verdi på derivater. Ettersom Marine Harvest har definert dette som finansiell gjeld antar vi at dette er verdiendringer på derivater som sikrer rentebærende gjeld. Kortsiktig finansiell gjeld består av kortsiktig rentebærende forpliktelser og andre kortsiktige rentebærende forpliktelser.

Dette bringer oss videre til tredje steg der vi skal gå fra total kapital til sysselsatt kapital. Denne kan finnes på flere forskjellige måter der vi kan finne sysselsatte eiendeler som er lik sysselsatt kapital eller vi kan gå rett til sysselsatt kapital gjennom enten summen av egenkapital minoritet og finansiell

gjeld eller differansen mellom totalkapitalen og driftsrelatert gjeld (Knivsflå 2018, 5). Sysselsatte eiendeler finner vi ved å finne driftsrelaterte eiendeler netto driftsrelatert gjeld og videre legge til finansielle eiendeler.

SYSSELSATT KAPITAL - BALANSE		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	9 942,5	12 878,7	14 810,7	16 605,4	16 268,1	17 717,5
+	Driftsrelatert arbeidskapital	6 403,8	10 874,3	11 792,1	13 823,3	15 275,8	14 824,4
=	Netto driftseiendeler	16 346,3	23 753,0	26 602,8	30 428,7	31 543,9	32 541,9
+	Finansielle eiendeler	1 388,3	1 927,5	1 820,5	990,3	1 110,3	785,3
=	Sysselsatte eiendeler	17 734,6	25 680,5	28 423,3	31 419,0	32 654,2	33 327,1
	Egenkapital	11 619,7	16 318,5	14 702,2	18 178,3	18 794,1	22 772,4
+	Minoritetsinteresser	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2	11,8
+	Finansiell gjeld	6 045,8	9 334,4	13 705,1	13 231,6	13 852,0	10 541,9
=	Sysselsatt kapital	17 734,5	25 680,7	28 423,3	31 418,8	32 654,3	33 326,1

Tabell 20 - 6.17 Sysselsatt kapital

Fjerde og siste steg involverer å finne netto driftskapital. Denne kan regnes ut ved å ta summen av egenkapital, minoritetsinteresser og *netto* finansiell gjeld eller ved å finne netto driftseiendeler. Den kan også bli funnet ved å trekke finansiell gjeld fra enten sysselsatt kapital eller eiendeler.

NETTO DRIFTSRELATERT KAPITAL - BALANSE		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	9 942,5	12 878,7	14 810,7	16 605,4	16 268,1	17 717,5
+	Driftsrelatert arbeidskapital	6 403,8	10 874,3	11 792,1	13 823,3	15 275,8	14 824,4
=	Netto driftseiendeler	16 346,3	23 753,0	26 602,8	30 428,7	31 543,9	32 541,9
	Egenkapital	11 619,7	16 318,5	14 702,2	18 178,3	18 794,1	22 772,4
	Minoritetsinteresser	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2	11,8
	Netto finansiell gjeld	4 657,5	7 406,9	11 884,6	12 241,3	12 741,7	9 756,7
=	Netto driftskapital	16 346,2	23 753,2	26 602,8	30 428,5	31 544,0	32 540,9

Tabell 21 - 6.18 Netto driftsrelatert kapital

6.4 Justering av målefeil

Målefeil oppstår i regnskapet når selskapet rapporterer tall som ikke gir et korrekt bilde av virkeligheten. Disse kan forekomme i tre forskjellige typer målefeil (Knivsflå 2018, 7). Type I er målefeil der avvik i rentabiliteten på faktisk investert kapital til historisk kost som gir uttrykk for en strategisk fordel. Type II er målefeil der god regnskapsskikk gir anledning dårlig eller krever feil måling. Type III målefeil fra regnskapsføring som ikke følger god regnskapsskikk.

Målsettingen med justeringen er dermed å gi et mer korrekt bilde av virkeligheten noe som er omdiskutert om faktisk utfallet etter eventuelle justeringer. Ettersom vi som eksterne investorer har dårligere informasjon enn dem som utarbeider regnskapet i bedriften (Knivsflå 2018, 8). Dette kan dermed føre til at justeringene gjør målefeilene vondt verre, grunnet for dårlig informasjon. Penman anser heller ikke justering som relevant ettersom han ikke behandler dette temaet i sin bok (Knivsflå 2018, 8). Motstandere av justering mener at god regnskapsskikk er god nok og at særskilte periodiseringer reduserer målefeil type II.

Forkjempere for justeringen som Palepu, Healy og Peek mener derimot at god regnskapsskikk ikke alltid er god nok og at målefeil type II kan føre til at unaturlig rentabiliteten (Knivsflå 2018, 8). Knivsflå deler dette synet på at justering er nødvendig og at nytten er større enn kostnaden. Når det kommer til hvilke målefeil vi kan justere er det er nærliggende å anta at EY under sin revisjon av årsregnskapet har rettet opp i type III målefeil, selv om det er mulig at det kan foreligge feilmålinger av denne typen.

Vi har valgt å ikke justere for målefeil ettersom det er større sannsynlighet for at vi skaper mer unødvendig støy enn det som er der fra før, om det i det hele tatt foreligger store målefeil i regnskapet fra før.

6.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Forholdstallsanalyse gjøre som en avsluttende del av omgruppering og justering av rapporterte regnskapstall (regnskapsanalysen) for å analysere de underliggende økonomiske forholdene til Marine Harvest. Forholdstallsanalyse innebærer en analyse av Marine Harvest risiko og lønnsomhet. Tradisjonelt har forholdstallsanalyse være del inn i fire faktorer (Eklund & Knutsen, 2011 s, 85-86) Analyse av:

- Rentabilitet – selskapets evne til å skape overskudd eller avkastning

- Likviditet – selskapets betalingsevne
- Finansiering – anskaffelse og anvendelse av kapital
- Soliditet – selskapets evne til å tåle tap

Knivsflå (2018i) presenterer to ulike teknikker for å gjennomføre forholdstallanalyse: tidsserieanalyse og bransjeanalyse. I tidsserieanalyse blir forholdstallene historiske utvikling over tid analysert, som gir oss et bilde av den historiske tids- og trendutviklingen. Da oppdrettsbransjen er syklisk og Marine Harvest foretatt oppkjøp og integrasjon av fôrproduksjon i analyseperioden, vil vi benytte et tidsvektet gjennomsnitt i analysen. Dersom selskapet har foretatt oppkjøp eller ervervet nye faktorer i verdikjeden, anbefaler Knivsflå (2018, forelesning 9) å vektlegge de seneste årene høyere enn tidligere år. Vi har derfor foretatt følgende vekting av de historiske forholdstallene:

ANALYSEPERIODE	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Tabell 22 - 6.19 Tidsvekting av forholdstall

I bransjeanalyse blir forholdstallene til Marine Harvest sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Ettersom oppdrettsselskapene er relative homogene selskaper, gir dette oss en målestokk vedrørende Marine Harvest sine forholdstall er gode eller dårlige. I bransjeanalysen vil vi benytte de komparative selskapene fra kapittel 12, som er Grieg, SalMar og Bakkafrost.

I Knivsflås rammeverk (Knivsflå 2018i) blir gode forholdstall som utvikler seg i en gunstig retning i forhold til tids- og bransjeanalysen symbolisert med grønne flagg. Såkalte grønne flagg kan være kjøpssignal for investorer. I motsatt tilfelle, hvor forholdstall har negativ trend mot tids- og bransjeanalysen, symbolisert med røde flagg, som kan være et faresignal om den underliggende økonomiske situasjonen. (Knivsflå 2018i). Generelt vil det være positivt at forholdstall som indikerer lønnsomhets stiger over tid, mens forholdstallene som identifiserer risiko har en synkende trend.

Kapittel 7 Analyse av risiko

Analyse av risiko ved forholdstall for Marine Harvest er en tre stegs prosess. Først må vi analysere selskapets likviditet og soliditet. Disse faktorene representeres selskapsspesifikk risiko på henholdsvis kort og lang sikt. På kort sikt omhandler den kortsiktige likviditetsanalysen, mens risiko på lengre sikt omhandler selskapets soliditet og om selskapets finansiering evne til å tåle en lengre nedgangs syklus. Risikofaktorene vil så bli oppsummert med en syntetisk ranking, med karakter AAA til D, hvilket gir selskapet en kreditt ranking som indikere konkurrisikoen til selskapet.

7.1 Analyse av kortsiktig risiko - likviditetsanalyse

Den kortsiktige analyse av selskapets likviditet innebærer å kartlegge om selskapet har nok likvider til å dekke ethvert krav som faller til betaling, dette for å analysere om det er sannsynlig at selskapet på kort sikt kommer i en likviditetskrise som medfører fare for konkurs (Knivsflå 2018i).

Likviditetsanalyse blir delt inn i to forholdstall, likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Siden det må forventes økte rentekostnader i fremtiden, se kapittel 5.3.2, vil det blir foretatt en beregning av Marine Harvest sin rentedekningsgrad, for å se hvor sensitiv finansieringen er for en renteoppgang.

7.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er en kvotient av selskapets omløpsmidler dividert med den kortsiktige gjelden i balansen og måler hvorvidt selskapets har tilstrekkelig likvide midler til å betjene den kortsiktige gjelden (Penman, 2013, s. 685).

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

Formel 1 - 7.1 Likviditetsgrad 1

Ved bruk av den tradisjonelle formelen 7.1 for å finne likviditetsgrad 1, blir samtlige omløpsmidler, inkluderte varelageret medtatt. Marine Harvest sitt varelager består av biomasse, som variere i pris, har lang produksjonssyklus og er utsatt destruktiv økonomisk risiko som sykdom og rømming.

Derfor er det viktig med en solid likviditetsgrad 1 samt at denne faktoren tilsier at likviditetsgrad 1 bør tillegges mindre vekt i totalvurderingen. På et generelt grunnlag tilsvarte en likviditetsgrad 1 > 2 som meget god.

Ikke tilfredsst.	Svak	Tilfredsstillende	God	Meget God
< 0,5	0,5 - 0,99	1 - 1,49	1,5 - 2	> 2

Tabell 23 - 7.1 Generell nivå av likviditetsgrad 1 (Kilde: Proff Forvalt, 2018)

Likviditetsgrad 1	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvekt
Marine Harvest	2,92	3,23	3,22	3,35	3,03	2,71	3,06
Bransjen	2,58	3,52	3,40	3,15	4,00	2,22	3,18

Tabell 24 - 7.2 Likviditetsgrad 1 for Marine Harvest og bransjen

Som det fremgår av analysen, presentert i tabell 7.1, så har Marine Harvest en historikk med meget god kortsiktig likviditet, selv om den gjennomsnittlige tidsvektingen er noe under bransjegjennomsnittet. Fallet fra 2016 til 2017 skyldes blant annet historiske høyt utbytte med totalt 6 078,5 MNOK.

7.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 ser også på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, men fokuserer kun på de mest likvide omløpsmidlene (Penman, 2013, s. 685). Penman (2013) viser til at kontanter og kortsiktige investeringer er de mest likvide midler til et selskap, mens kundefordringer kan være noe tregere å få omgjort til kontanter, mens varelager er minst likvide, da disse må omsettes først. Likviditetsgrad 2 finner vi da med å trekke fra varelageret fra totale omløpsmidler.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{sum kortsiktige omløpsmidler} - \text{sum varelager}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

Formel 2 - 7.2 Likviditetsgrad 2

Av Marine Harvest sine omløpsmidler utgjør biomasse 55,5 % av total verdi per 31.12.17. Biomassen er i samsvar IFRS 41.13 verdsettes til virkelig verdi minus salgskostnader. Marine Harvest opplyser i note 6 for årsregnskapet 2017 at biomassen er verdsatt til virkelig verdi baserte på “leve 3 inputs” i virkelig verdi hierarkiet i IFRS 13. Dette medfører at verdien biomassen er utsatte for risikoer som endringer i estimert verdi og subjektive vurderingsforskjeller. Da biomassen er produksjon for salg vil den blir den vurdert som varelager, og trukket ut fra likviditetsgrad 2. Dette medfører at likviditetsgrad 2 vil bli betydelig svakere enn likviditetsgrad 1.

Kravene til god likviditetsgrad 2 er som det fremgår av tabell 7.3 noe lavere enn for likviditetsgrad 1.

Ikke tilfredsst.	Svak	Tilfredsstillende	God	Meget God
< 0,5	0,5 - 0,7	0,8 - 1,0	1,1 - 1,4	> 1,4

Tabell 25 - 7.3 Generell nivå av likviditetsgrad 2 (Kilde: Proff Forvalt, 2018)

Likviditetsgrad 2	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvekt
Marine Harvest	0,81	1,12	1,04	1,04	0,87	0,82	0,94
Bransjen	0,70	1,13	0,78	0,87	0,99	0,63	0,84

Tabell 26 - 7.4 Likviditetsgrad 2 for Marine Harvest og bransjen

Som det fremgår av tabell 7.4, så har Marine Harvest en tilfredsstillende tidsvektet likviditetsgrad 2, som er sterkere enn bransjegjennomsnittet. At oppdrettsbransjen oppnår generell lavere forholdstall for likviditetsgrad 2, skyldes i stor grad at bransjen har lav andel av finansielle omløpsmidler. Bakgrunnen for dette kan forklares med den historiske trenden hvor overskuddslikviditet blir reinvestert i videre drift eller utbetalt som dividende til aksjonærene.

Marine Harvest en sterk kontantbeholdning på 581,5 MNOK og kundefordringer på 4.730,1 MNOK, hvor 85 % av kravene ikke hadde forfalt til betaling per 31.12.17. Av forfalte krav var 92,2% i kategorien 0-6 måneder forsinket. Dette viser at tilgjengeligheten på betydelig kontanter er sterk, hvilket reduserer den kortsiktige likviditetsrisikoen betydelig.

Totalvurderingen av likviditetsanalyse tilsier at Marine Harvest har en historisk god likviditet og sterkt finansiell gjeldsdekning på kort sikt. På bakgrunn av analyse blir kortsiktige konkursrisikoen vurdert som svært usannsynlig.

7.1.3 Rentedekningsgrad

Hittil har likviditetsanalysen sett på historiske, og vi vil derfor foreta en analyse av rentedekningsgraden til Marine Harvest for å se på selskapets evne til å betale fremtidige renter. Rentedekningsgrad er en faktor som viser evnen til å dekke opp finanskostnader med driftsresultatet og finansinntektene (Proff Forvalt, 2018).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatt kapital}}{\text{Finanskostnader}}$$

Formel 3 - 7.3 Rentedekningsgrad

Høy rentedekningsgrad tilsier god likviditet og solid evne til å dekke rentekostnader med nettoresultatet til sysselsatt kapital. En rentedekningsgrad på 1, tilsier at hele selskapets driftsoverskudd og finansinntekter medgår til å betale renter. En svakhet med dette forholdstallet er den kun tar hensyn til renter og avdrag ikke medgår i beregningen. (Knivsfå, 2018i). Av tabell 7.5 fremgår det en generell guide på hvilket nivå forholdstallet til rentedekningsgraden tilsvarer.

Ikke tilfredsst.	Svak	Tilfredsstillende	God	Meget God
< 0,6	0,6 - 1,0	1,1 - 1,9	2,0 - 3,5	> 3,5

Tabell 27 - 7.5 Rentedekningsgrad (Kilde: Proff Forvalt, 2018)

Rentedekningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvekt
Marine Harvest	1,90	3,40	1,70	3,60	4,30	10,40	5,09
Bransjen	1,10	6,90	5,50	5,00	13,80	6,48	7,64

Tabell 28 - 7.6 Rentedekningsgrad Marine Harvest og bransjen

For bransjegjennomsnittet så er Bakkafrøst unnlatt, da dette selskapet hadde ekstremverdier som ikke var representativt for bransjen. Analysen viser at Marine Harvest har en meget god generell rentedekningsgrad, til tross for at den er noe under tidsvektet bransjegjennomsnittet. Spesielt positivt er det at Marine Harvest har stigende forholdstall fra 2014. Den sterke rentedekningsgraden viser Marine Harvest har en solid evne til å betjene dagens rentekostnader med resultatet fra syssel kapital samt er rustet til å håndtere økte rentekostnader.

7.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsanalyse

Soliditetsrisikoen representerer risikoen for at selskapet ikke vil tåle en lengre periode med tap. Soliditetsanalysens formål er derfor å kartlegge som selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige perioder med tap. Tap blir i regnskapet ført mot egenkapitalen som derav fungerer som en buffer for fremtidige tap og konkurs (Knivsflå, 2018i). Soliditetsanalysen av Marine Harvest er del inn i en tre stegs prosess. Først måles egenkapitalprosent for å se om selskapet har en sterk "buffer." Deretter foretas en lønnsomhetsanalyse at netto driftsrentabilitet for å måle hvor sensitiv egenkapitalprosenten er for perioder med lav inntjening. Avslutningsvis foretas en statistisk finansieringsanalyse for å kartlegge risikoen forbundet med kapitalstrukturen til Marine Harvest.

7.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av selskapets eiendeler er finansiert med egenkapital estimert av en andel av totalkapitalen i balansen. Egenkapitalprosenten er et viktig forholdstall i soliditetsanalysen og en sterk egenkapitalprosent viser evne til å tåle fremtidige tap.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Total egenkapital i selskapet} * 100}{\text{Totalkapital i selskapet}}$$

Formel 4 - 7.4 Egenkapitalprosenten

Ettersom oppdrettsnæringen er en syklisk og svært kapitalintensiv bransje, er det vesentlig med en sterk egenkapitalprosent for å kunne opprettholde konkurranseevne over tid. Generelt bør egenkapitalprosenten være over 20 % og et forholdstall på over 40% anses som meget god.

Ikke tilfredsst.	Svak	Tilfredsstillende	God	Meget God
< 3 %	3 – 9 %	10 – 17 %	18 – 40 %	> 40 %

Tabell 29 - 7.7 Krav egenkapitalprosenten (Kilde: Proff Forvalt, 2018)

Egenkapitalprosent	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvekt
Marine Harvest	50,1 %	48,5 %	39,8 %	45,2 %	43,0 %	53,5 %	46,5 %
Bransjen	40,7 %	48,1 %	50,6 %	49,7 %	54,3 %	58,7 %	52,6 %

Tabell 30 - 7.8 Egenkapitalprosent, Marine Harvest og bransjen

Egenkapitalprosent analysen viser at aktører i oppdrettsbransjen er solid finansiert og scorer meget godt på forholdstallet. Det tidsvektede gjennomsnittet til Marine Harvest er solid og i analyseperioden oppnår et forholdstall på 46,5 %. Til tross for meget gode forholdstall er dette noen lavere enn bransjesnittet. Dette blir ikke ansett som noen vesentlig ulempe for verdivurderingen av Marine Harvest, da selskapets egenkapitalprosent er solid og differansen til bransjen kan blant annet forklares med at enkelte selskaper bygger opp store kontantreserver, mens Marine Harvest har utbetalt likviditetsoverskudd som dividende til aksjonærene.

7.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser hvilken avkastning selskapet oppnår på driftskapital, uten å redusere selskapets egenkapitalprosent. Forholdstallet kartlegger lønnsomheten til selskapet og verdiskapningen til netto driftskapitalen. Dette er et relevant forholdstall, da aksjonærene i utgangspunktet får den rentabiliteten generert av netto driftsresultat (Knivsfå 2018, 11) samt det gir grunnlag for å sammenligne lønnsomhet over tid.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsmargin}}{\text{Omløpshastigheten på netto driftseiendeler}}$$

Formel 5 - 7.5 Netto driftsrentabilitet

Marine Harvest	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
Netto driftsmargin	6,3	24,3	14,2	11,1	28,2	13,3	17,47
Varelagerets omløpshastighet	1,38	0,89	1,14	1,16	0,83	1,2	1,07
Netto Driftsrentabilitet	4,57 %	27,30 %	12,46 %	9,57 %	33,98 %	11,08 %	18,01 %

Tabell 31 - 7.9 Netto driftsrentabilitet Marine Harvest

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
Netto Driftsrentabilitet	3,94 %	36,53 %	17,94 %	9,97 %	27,19 %	19,54 %	20,22 %

Tabell 32 - 7.10 Netto driftsrentabilitet bransjen

Egenkapitalen til et selskap utgjør en buffer mot tap, og vil svekkes i nedgangstider med dårlig lønnsomhet dersom fullstendig nettoresultat er negativt (Knivsflå, 2018k 11). Marine Harvest har en god netto driftsrentabilitet i analyseperioden, noe som reduserer risikoen knyttet til selskapets finansiering. Det tidsvektede gjennomsnittet er noe lavere enn bransjen. De svake tallene, for både Marine Harvest og bransjen i 2012, skyldes i stor grad lave laksepriser i 2011 som resulterte i at bransjen nådde en syklus bunn i 2012.

7.3 Statisk finansieringsanalyse - Kapitalstruktur

Den statiske finansieringsanalyse viser hvordan kapitalstrukturen til Marine Harvest er utformet per 31.12.17. Analysen blir presentert gjennom en finansieringsmatrise, hvor eiendeler er rangert etter likviditet, mens kapitalen er rangert etter hvor langsiktig den er. Denne analysen er interessant da kapitalstrukturen viser om eiendeler er finansiert med kortsiktig eller langsiktig kapital og danner et grunnlag for å si noe om risikoen knyttet til kapitalstrukturen. Generelt vil en høy andel av finansiering med egenkapital kombinert med langsiktig gjeld implisere lavere risiko sammenlignet med en mer kortsiktig gjeldsfinansiering (Knivsflå, 2018i, 9).

	Egenkapital	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Total
Driftsrelatert anleggsmidler	21 318,00	HØY RISIKO				21 318,00
Finansielle anleggsmidler	3,9					3,9
Driftsrelatert omløpsmidler	1462,2	4229,4	7727,6	5683,8	1405,2	20 508,20
Finansielle omløpsmidler	LAV RISIKO				780,30	781,3
Totalkapital	22 784,10	4 229,40	7 727,60	5 683,80	2 185,50	42611,5

Tabell 33 - 7.11 Kapitalstruktur Marine Harvest per 31.12.17

Som det fremgår av tabell 7.11, så er Marine Harvest sine anleggsmidler finansiert med egenkapital. Dette er en positivt, da langsiktig finansiering av anleggsmidlene er forbundet med lavere risiko. Driftsrelatert omløpsmidler, som består av inventar, biomasse og diverse fordringer, er 65,4% finansiert med langsiktig kapital. Biomassen utgjør her en vesentlig andel og denne representerer den virkelige verdi av laks under produksjon. Biomassen er oppgitt som en totalt verdig, så fremkommer det ikke av regnskapstallene i hvilken produksjonsfase laksen er i. En betydelig del av biomassen må

derfor antas å være salgsklar på kort sikt, hvilket betyr under 1 år. Av finansiell omløpsmidler utgjør bankinnskudd ca. 75 %, hvilket bidra med å redusere risikoen for den kortsiktige gjelden.

Totalvurderingen av kapitalstrukturen til Marine Harvest per 31.12.17 er at det er lav risiko knyttet til finansieringen av selskapets eiendeler.

7.4 Syntetisk rating

Analysen av den kortsiktige likviditet risikoen og langsiktige soliditet risikoen blir oppsummert med en syntetisk rating, hvor Marine Harvest blir gitt et bokstavkarakter som indikerer konkurrisikoen. Den syntetiske ratingen representere en kredittvurdering av Marine Harvest og bransjen, som er basere på gjennomsnittet av fire forholdstall som er funnet i analysen, som danner grunnlaget for den endelige karakteren. Kredittvurderinger er basert på Knivsflå (2018i) matrise, som er presentert i tabell 7.12. Matrisen gir grunnlaget for karakteren basert på forholdstallet, hvor karakter AAA er best og D er dårligs. Matrisen oppgir også hvilken konkurssannsynlighet de ulike karakterene representerer.

Rating	Likviditets-grad 1	Rente-dekningsgrad	Egenkapital-prosent	Netto drifts-rentabilitet	Konkurs-sannsynlighet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0000
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0002
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0008
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0026
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0097
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0493
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,1261
	0,550	-0,345	0,105	-0,016	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,020	0,2796
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,5099
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,8554

Tabell 34 - 7.12 Karakterskala syntetisk ranking (Kilde: Knivsflå 2018, i nr. 9)

Marine Harvest	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	BBB	A	BBB	A	A	AA	A
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto							
Driftsrentabilitet	B	AA	BBB	BBB	AA	BBB	BBB
Gjennomsnitt	BBB	A	BBB	BBB +	A	A -	A

Tabell 35 - 7.13 Syntetisk rating Marine Harvest

Marine Harvest oppnår en syntetisk rating på A, noe som indikerer en konkurssannsynlighet på 0,08 %, til sammenligning er den vanligste karakteren BBB (Knivsflå, 2018j.) Ved fastsettelse av endelig kredittkarakter må strategisk risikoanalyse impliseres i analysen. Av den strategiske analysen i kapittel 5, så fremkommer det at bransjen er har generell god lønnsomhet og høye inngangsbarrierer beskytter bransjen for nye konkurrenter. Lønnsomheten til Marine Harvest er avhengig av fortsatt høy etterspørsel etter laks, da selskapet ikke har andre produkter. Biologiske utfordringer samt volatile laksepriser utgjør en kontinuerlig risiko. Dette er faktorer som ikke fremkommer i den estimerte syntetiske ratingen. Ved å ta hensyn til den strategiske risikoen har vi valgt nedjustert endelig kredittvurdering av Marine Harvest til karakter BBB.

En kredittrating på BBB indikerer en konkurssannsynlighet på 0,26% for Marine Harvest, basert på Knivsflå (2018i) sin matrise i tabell 7.12.

Kapittel 8 Historisk avkastningskrav

Avkastningskravet vil bli brukt senere i analysen til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer for å finne nåverdien av egenkapitalen til Marine Harvest. Avkastningskravet til investorer påvirkes av hvilken risiko investeringen utgjør. Den rasjonelle investorer er risikoaverse, hvilket betyr at høyere risiko må kompenseres ved høyere potensiell avkastning. Selskapets finansieringsstruktur vil påvirke risikoen, og ettersom Marine Harvest er finansiert med både gjeld og egenkapital må derfor ta hensyn til den gjennomsnittlige kapitalkostnaden. Totalkapitalavkastningskravet, heretter kalt WACC (Weighted Average Cost of Capital), vil bli benyttet da denne tar hensyn til kostnaden for bruk av egenkapital og gjeld, justert for risiko.

Totalavkastningskravet er et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditorer og investorer som gir avkastningskravet til totalkapitalen for et selskap og kan defineres slik:
(Kaldestad og Møller, 2016, s 152-153).

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{E}{E + D}$$

Formel 6 - 8.1 Totalavkastningskravet

Hvor:

E = Markedsverdien av egenkapitalen

D = Markedsverdien av gjeld

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad

R_d = Selskapets gjeldskostnad

t = nominell selskapsskatt

$$WACC = 5,64\% \times 0,751 + 5,61 (1-0,23) * 0,249 = 4,24 + 1,076 = 5,32 \%$$

Forutsetningene for beregningen blir beskrevet i avsnittene under.

For å finne WACC, må vi først estimerer selskapets egenkapital- og gjeldskostnad også vekte disse baserte på markedsverdien. Normalt er utfordringen å finne egenkapitalkostnaden, da dette er en faktor av flere variabler. For gjeldskostnaden bør man legge til grunn dagens markedsrente. Dersom

selskapet oppnår en annen rente, er det er urealistisk å tro at en slik differanse vil bli opprettholdt over tid. (Kaldestad og Møller, 2016, s 56).

8.1 Egenkapitalkostnaden

Det finnes flere ulike metoder for å estimere egenkapitalkostnaden til et selskap. Vi har valgt å bruke kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Dette en metode som er mye brukt i praksis, da den dekker både den systematiske og bedriftsspesifikke risikoen, som følger ved investering i aksjer. Den systematiske risikoen knyttes seg til den generelle markedsrisiko som konjunktursvingninger, arbeidsledighet og rentenivå, mens den bedriftsspesifikke risikoen representerer bransjerisikoen og hvordan selskapet lykkes sammenlignet med sine konkurrenter.

Kapitalverdimodellen definerer egenkapitalkostnaden som: (Kaldestad og Møller, 2016, s 156).

$$R_e = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

Formel 7 - 8.2 Kapitalverdimodellen

Hvor:

R_e = Egenkapitalkostnad

R_f = Risikofri rente

R_m = Avkastning på markedsportefølje

$(R_m - R_f)$ =Markedets risikopremie

β = Selskapets egenkapitalbeta (En faktor av den systematiske risikoen)

Egenkapitalkostnad = $1,64 + 0.8 (5 \%) = 5,64 \%$

8.2 Risikofri rente

Risikofri rente representere en hypotetisk avkastning på en investering som ikke har risiko for konkurs eller mislighold. Denne rente ligger til bunn for alle investeringer, da den risikable

investeringen må minimum gi en avkastning høyere enn den risikofrie renten, for å kompensere for risikoen. Ifølge Kaldestad & Møller (2016) er langsiktige 10-årige statsobligasjoner det nærmeste og mest praktiske man kommer en risikofri rente. Denne metoden er også den mest brukte i praksis for identifisering av risikofri rente (PwC, 2017). Norske statsobligasjoner med 10 års løpetid hadde i 2017 en gjennomsnittlig rente på 1,64 % (Norges Bank, 2018).

8.3 Markedets risikopremie

Kaldestad og Møller (2016, s. 166) definerer markedets risikopremie som: “Den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie rente”.

Markedets risikopremie beløper seg til den kompensasjonen investorene krever for å være eksponert for den systematisk markedsrisiko i forhold til beta (Berk og DeMarzo, 2013, s. 440). Kaldestad og Møller (2016) angir følgende tre metoder for å estimere markedets risikopremie:

1. Historisk risikopremie basert på empiri
2. Estimere en implisitt markedspremie basert på dagens børskurs
3. Spørreundersøkelse blant investorer

Kapitalverdimodellen er en fremtidsrettet modell, som baseres seg på fremtidig avkastning (Kaldestad og Møller, 2016 s, 169). Da historisk avkastning gir ingen garanti for fremtidig avkastning, har vil valg å bruke metode 3, da denne metoden indikere hvilken risikopremie en investor i praksis vil kreve i dagens marked. PwC sin årlige undersøkelse «Risikopremien i det norske markedet» som utføres i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF), viser at både median verdien og et vektet gjennomsnitt av respondentene gir en generell markedsrisikopremie for Norge i 2017 på 5 %.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vektet Snitt	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	4,9 %	5,0 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 36 - 8.1 Markedsrisikopremie 2012-2017 (Kilde PWC, 2017)

8.4 Beta

Beta (β) er en faktor som gir enkelte aksjers relative risiko til markedet og angir hvor eksponert aksjer er for den systematiske risikoen. En beta lik 1 impliserer at aksjen svinger i takt med markedet. Selskapsbetaen til Marine Harvest bestemmes av den relative volatiliteten til aksjekursen mot Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX). Betaverdien finner man ved å dele kovariansen mellom aksjekursen og hovedindeksen.

$$\beta_e = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Formel 8 - 8.3 Egenkapitalbeta

8.5 Gjeldskostnad

Kostnaden ved gjeldsfinansiering er en faktor av den risikofri rente og risikopremie for kreditorer. Risikopremien påvirkes av underliggende risiko, blant annet selskapets gjeldsgrad, likviditet, betalingsevne og vilje. Selskaper med høy egenkapital, likviditet, soliditet og lønnsomhet vil har lavere kredittrisiko og investorer vil være villige til å kreve lavere risikopremie noe som redusere selskapets gjeldskostnad.

For å finne kostnaden ved gjeld kan vi estimere avkastningskravet på netto rentebærende gjeld, se formel 8.4.

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

Formel 9 - 8.4 Avkastningskravet på netto rentebærende gjeld

Hvor

r_d = Avkastningskrav på netto rentebærende gjeld

r_f = Risikofri rente

r_s = Risikopremie

$(r_f + r_s)$ = gjeldskostnad

t = Nominell skattesats

Kaldestad og Møller (2016) presentere tre ulike metoder for å estimere selskapets gjeldskostnad:

1. Finne den effektive rente selskapet betaler i dag
2. Renten på selskapets børsnoterte obligasjonslån
3. Syntetisk kredittrating

Den effektive rente Marine Harvest betaler i dag finner vi med å ta rentekostnaden og dividere på den totale rentebærende gjelden:

	2015	2016	2017
Rentekostnad	46,5	48,4	46,7
NFG	999,7	890	831,9
Gjeldskostnad	4,65 %	5,44 %	5,61 %

Tabell 37 - 8.2 Netto rentebærende gjeld (NFG) = rentebærende gjeld - finansielle eiendeler

Marine Harvest har i 2017 betalt en effektiv rentekostnad på 5,61 %.

Marine Harvest har i analyseperioden 2013-2017 hatt et utestående obligasjonslån med 3,5 % rentesats + løpende 3 måneders NIBOR rente (Norwegian InterBank Offered Rate). NIBOR har hatt en gjennomsnitt 3 måneders løpende rente på 1,25 % i perioden 2014- 2017 (SSB, 2018).

Et forsiktig verdiestimat tilsier å bruke den effektive rentesatsen som gjeldskostnad for Marine Harvest, da denne er noe høyere et utestående obligasjonslån.

8.6 Skattekostnad

Ved beregning av totalavkastningskravet (WACC) anbefaler Kaldestad & Møller (2016) å bruke nominell skattesats. Nominell skattesats for 2017 har vært 24 %. For 2018 er denne redusert til 23 %. Etersom det er forventet at denne vil reduseres ytterligere i fremtiden, vil vi benytte dagens sats, selv om den er lavere enn gjennomsnittet for analyseperioden. Bakgrunnen for dette er at vi skal verdsette fremtidig kontantstrøm, ikke historiske.

8.7 Andel av egenkapital og gjeld

Ved beregninga av avkastningskravet ved hjelp av WACC må vi identifisere markedsverdien av både gjeld og egenkapital. Verdien av egenkapitalen finner vi enkelt ved å multiplisere aksjekursen med antall aksjer:

$$\text{Markedsverdi EK} = \text{aksjepris} * \text{antall aksjer}$$

Formel 10 - 8.6 Markedsverdien av egenkapitalen

Per 31.12.17 hadde Marine Harvest 490 167 777 utestående aksjer pålydende 136,7 kr/per aksje hvilke verdsetter egenkapitalen til Marine Harvest til kr 67 005,9,-millioner NOK

Da markedsverdien av gjelden er svært krevende for en ekstern aktør å gi et pålitelig estimat av, vil vi benytte balanseført verdi av gjelden. Denne løsningen understøttes av IFRS 13, som fastsetter at gjeld skal verdsettes til virkelig verdi.

Per 13.12.17 rapporterte Marine Harvest en bokført verdi av totalt gjeld til kr 22.163,9 millioner.

Egenkapital- og gjeldsandel finner vi ved formel 8.7

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{E}{E + D} \qquad \text{Gjeldsandel} = \frac{D}{E + D}$$

Formel 11 - 8.7 Egenkapital- og gjeldsandel

Dette gir oss følgende fordeling av egenkapital og gjeld:

Andel EK & gjeld	Millioner nok	Prosent andel av total
Markedsverdi EK	kr 67 005,90	75,14 %
Bokførtverdi av gjeld	kr 22 163,90	24,86 %
Totalkapital	kr 89 169,80	100 %

Tabell 38 - 8.3 Fordeling av egenkapital og gjeld

Kapittel 9 Fremtidsregnskapet

Den finansielle regnskapsanalysen er en analyse av fortiden, som legger grunnlaget for og estimerer prognoser for fremtiden. I Penmans (2013) rammeverk for fundamental analyse er steg 3 estimere prognoser for fremtidsregnskapet. For å kunne foreta en estimering av fremtidsregnskapet, understreker Penman (2013, s 505-506) viktigheten av å kjenne og forstå selskapets forretningsmodell, eksterne påvirkningsfaktorer, verdiskapende nøkkeldrivere og eventuelle konkurransefortrinn. Estimeringene av fremtidsregnskapet bygger derfor på de foregående analysene i kapittel 5, 6 og 7.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Knivsflå (2018n) presenterer en 4-steps prosess som dannet rammeverket for fremtidsregnskapet. Steg 1 er analyse av vekst, hvor man starter med å estimere driftsinntektsveksten. Veksten i driftsinntekten er på mange måter faktoren som avgjør fremtidig vekstrate, og fungerer derav som den grunnleggende budsjettdriveren. Videre i steg 2 fastsettes budsjettering horisont T, som representerer året hvor budsjetteringen går fra fullstendig til enkel ved at budsjettdriverne går inn i en periode med konstant vekst kalt «steady state». I steg 3 utføres budsjetteringen av forventet utvikling fra år 0 til T av identifiserte budsjett drivere, før man i steg 4 fastsetter den konstante veksten til budsjettdriverne i steady state perioden, kalt T +1. Budsjetteringen fra 0 til T er viktig, da man i denne perioden byggen en bro fra finansregnskapet til en gradvis framskriving av verdidriverne i steady state perioden. I steady stat perioden, kan veksten maksimalt tilsvare den langsiktige veksten i verdensøkonomien.

9.1.1 Analyse av vekst

Tradisjonelt er det to ulike typer vekstanalyse: analyse av resultatvekst og analyse av kapitalvekst (Knivsflå, 2018n). Analysen av driftsinntekt inngår i resultatvekstanalysen som er knyttet til rentabiliteten og legger grunnlaget for kapitalveksten.

Marine Harvest	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
Driftsinntekter i kr	15 463,6	19 199,4	25 531,3	27 880,7	32 609,4	34 038,3	
Vekst		24,16 %	32,98 %	9,20 %	16,96 %	4,38 %	15,75 %

Tabell 39 - 9.1 Driftsinntektsvekst

Analysen av driftsinntekten viser at Marine Harvest har hatt en gjennomsnittlig tidsvektet driftsinntekt vekt på 15,75% i analyseperioden. Marine Harvest sine driftsinntekter kommer hovedsakelig fra salg av laks. Dette medfører at driftsinntektene varierer mye, noe som det er naturlig å antas skyldes volatile laksepriser og slaktevolum. Som det fremgår av tabell 9.2, så har Marine Harvest har en gjennomsnittlig vekst på 2,03 % i produksjonsvolumet i analyseperioden. Både i 2016 og 2017 følger det av årsrapportene at nedgang skyldes biologiske utfordringer. Disse forholdene er noe forbedret, men på lang sikt legger vi til grunn en forventet en gjennomsnittlig vekstrate på 3% per år, i samsvar med myndighetenes målsetning (Regjeringen, 2015).

Marine Harvest	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet	
Produksjonsvolum	392 306	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346		
Vekst		14,5 %	-12,37 %	21,85 %	0,30 %	-9,41 %	-2,70 %	2,03 %

Tabell 40 - 9.2 Vekst i produksjonsvolum - Volum i tusen tonn

Ettersom driftsinntektene varierer mye, er det hensiktsmessig å se på kapitalveksten, da denne er mer stabil enn driftsinntekten (Knivsflå, 2018n.) Kapitalveksten finner vi med å se på endringen i egenkapitalen til selskapet:

Marine Harvest	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
Egenkapital i MNOK	11 619,7	16 318,5	14 702,2	18 178,3	18 794,1	21 584,8	
Vekst		40,44 %	-9,90 %	23,64 %	3,39 %	14,85 %	13,87 %

Tabell 41 - 9.3 Egenkapitalveksts

Egenkapitalen i tabell 9.3 er hentet fra den omgrupperte balansen i kapittel 6, slik at egenkapitalveksten er justert for utbetalt utbytte og netto kapitalinnskudd.

9.1.2 Valg av budsjettthorison T

Budsjettthorison T er det året hvor budsjetteringen går fra fullstendig til enkelt framskriving ved at budsjettdriverne går over i «steady state» fasen (Knivsflå,2018n.) Det er minst to forhold som er avgjørende for et rimelig valg av budsjettthorison T, tid til «steady state» og kvaliteten på regnskapsføringen.

Som det fremgår i den strategiske analysen, så er produksjonskapasiteten langs norskekysten nær ved å nå sitt potensiale. Dette taler for en kortere budsjettthorison. Samtidig jobbes det for alternativer produksjonsmetoder. Disse metodene fortsatt i en startfase og usikkerheten rundt tidsperspektivet og lønnsomheten tilsier at man ikke kan tillegge denne faktoren stor vekt, da det vil tilføre for mye spekulasjon til verdsettingen. Videre har Marine Harvest nylig foretatt oppkjøp i Canada, samt det er større rom for produksjonsvekst i Chile, ettersom den lokale algeblomstringer har blitt redusert. Dette er faktorer som indikerer at det er større muligheter for vekst, og dermed en lengre budsjettthorison.

Budsjettthorisonen T avhenger også av regnskapskvaliteten. Høye grad av verdibasert regnskap indikerer kortere budsjettthorison for å identifisere verdiene (Knivsflå 2018n) Marine Harvest rapporterer etter IFRS, og i samsvar med IFRS 41 skal biologiske eiendeler verdsettes til virkelig verdi. Dette medfører at Marine Harvest har i stor grad har et verdibasert regnskap, og Knivsflå (2018n) anbefaler en budsjettthorison i intervallet $T = 0-6$ for et verdibasert regnskap.

På bakgrunn av fortsatt fremtidig vekstmuligheter kombinert med et verdibasert regnskap har vi konkludert med en budsjettthorison på 6 år fra og med 2018 med budsjettthorison $T = 2023$. $T + 1$ blir dermed 2024, og dette vil være første året i steady state med konstant vekst.

9.1.3 Budsjettering fra år 0 til budsjettthorison T

Steg 3 i Knivsflå (2018n) rammeverk for fremtidsregnskapet er å foreta budsjetteringen. Knivsflå (2018n) anbefalere å fokusere på de viktigste budsjettdriverne, da det er svært vanskelig å håndtere all iboende usikkerhet som medfølger ved budsjettering av fremtidsregnskapet. Budsjettthorisonen påvirker detaljnivået i prognosen, og lengre budsjettthorison taler for mindre detaljer. På kort sikt vil budsjetteringen bygge på historisk utvikling i de ulike budsjettdriverne, mens det gradvis vil korrigere mot tidsvektet gjennomsnitt. På lengre sikt, og når budsjetteringen går over i steady state,

vil veksten tilsvare forventet vekst i verdensøkonomien, da økonomisk teori tilsier at ingen selskap på lang sikt kan opprettholde en vekst større enn realveksten i den globale økonomien.

I budsjetteringen anvendes en 7-steps prosess ved anvendelse av 9 ulike budsjett drivere.

9.1.2.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene påvirker selskapets størrelse på lengre sikt, og er derfor en av de viktigste budsjett drivere. Faktorer som selskapets strategi, markedsutsiktene for produktene og selskapets markedsplan for posisjonering og prising av produkter, er viktige faktorer som påvirker veksten i driftsinntektene (Penman, 2013 s. 520-521.)

Som det fremgår i del 2 av oppgaven, består Marine Harvest sine driftsinntekter hovedsakelig av inntekter fra salg av laks. Driftsinntektene vil derav være et resultat av de to kritiske faktorene produksjonsvolum og pris. Vi må derfor gå nærmere inn i prognosene for disse faktorene, for å kunne estimere forventet driftsinntektsvekst for Marine Harvest.

Produksjonsvolum

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Volum	410 000	446 900	482 652	516 438	547 424	572 058	589 220
Vekstrate	1,107	1,090	1,080	1,070	1,060	1,045	1,030

Tabell 42 - 9.4 Estimert produksjonsvolumvekst Marine Harvest

Som det fremgår av kapittel 9.1.1 så har Marine Harvest hatt en gjennomsnittlig volumvekst på 2,03% i analyseperioden. Denne må sies å være svært svakt, og i analysen ser man at enkelte år trekker gjennomsnittet vesentlig ned. I Q4 rapporten for 2017 anslår Marine Harvest at de vil produsere 410 000 tonn i 2018, hvilket indikerer en produksjonsvekst på 10,7 % sammenlignet med 2017. Denne solide veksten skyldes blant annet oppkjøpe i Canada av Northern Harvest i desember 2017, som alene bidra med et produksjonsvolum på 19 000 tonn. Justert for oppkjøpet, så operer dermed Marine Harvest med en organisk vekstrate på 5,6 % i produksjonsvolumet. Marine Harvest har signalisert både evne og vilje til flere oppkjøp, men dette vil ikke medregnes i budsjettestimateret,

da det vil tilføre for stor grad av spekulasjon i verdsettelsen. Større volumpotensiale i produksjonsområdene utenfor Norge, samt potensiale for redusert dødelighet, tilsier fortsatt høy vekst, som vil avta gradvis mot forventede langsiktig vekstrate på 3 % produksjonsvolum i steady state fasen. Vi har derfor lagt til grunn følgende vekst i produksjonsvolum, se tabell 9.4. Vi anser dette som er konservativt estimat, basert på offentlig kjent informasjon per mai 2018.

Laksepris

Lakseprisen er en kritisk faktor for Marine Harvest, da denne direkte påvirker selskapet driftsinntekter, og implisitt aksjekursen. Til tross for at Marine Harvest er verdens største lakseoppdrettsselskap, så har de ikke monopol, og kan dermed ikke påvirke lakseprisene til sin egen fordel. Lakseprisene er dermed ute av Marine Harvest kontroll, og de må selge til de aktuelle markedsprisene. Lakseprisene baseres på forwardpris i markedet. Vi har basert våre forwardpriser på fishpool.no sine estimer om fremtidige forwardpriser. Som det fremgår av tabell 9.5, så må det forventes en reduksjon av fremtidige forwardpris. Dette vil isolert sett ha en negativ påvirkning på fremtidige driftsinntekter.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Forwardpris	Kr 62,26	Kr 59,50	Kr 52,00	Kr 52,00	Kr 52,00	Kr 52,00	Kr 52,00

Tabell 43 - 9.5 Forwardpris laks (Kilde: Fishpool.no, 2018)

Høy volumvekst og moderat pris reduksjon tilsier at driftsinntektene fra laksosalget vil stige på kortsikt. På lengre sikt er det kalkulert med stabil forwardpris på kr 52/kiloen og da vil volumveksten står for årlige 3 % vekst i driftsinntektene. Det må også forventes at inflasjon og global utvikling i verdensøkonomien vil påvirket driftsinntektene. På lang sikt, når selskapet går inn i «steady state» så må veksten forventes å være realveksten i verdensøkonomien pluss inflasjon (Knivsflå, .2018n) Dette indikerer en langsiktig vekstrate på 5%. Som et forsiktighetsestimert og med forventet økte renter nedjustere vi den langsiktige vekstrate til 4,5%. Vi kalkulerer derfor med en høy vekstrate på kort sikt, som gradvis vil konvergere mot den forventede langsiktige veksten på 4,5 %.

<i>Inntekt i MNOK</i>	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Driftsinntekt t-1	34 038,3	37 271,9	40 253,7	43 071,5	45 871,1	48 623,4	51 054,5
Vekstrate	1,095	1,080	1,070	1,065	1,065	1,050	1,045
Driftsinntekt t	37 271,9	40 253,7	43 071,5	45 871,1	48 623,4	51 054,5	53 352,0

Tabell 44 - 9.6 Budsjettering av driftsinntekter

9.1.3.2 Netto driftseiendeler

Estimering av omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde) gir grunnlaget for å fastsette netto driftseiendeler i fremtidsregnskapet.

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler viser hvor store driftsinntekter selskapet generere per krone som er bundet opp i bedriften (Sander, 2016.) Omløpshastigheten til netto driftseiendeler viser altså hvor effektiv Marine Harvest klarer å utnytte sin kapital. Et stigende forholdstall indikerer bedre utnyttelse av kapitalen.

$$\text{Omløpshastighet til netto driftseiendeler } t = \frac{\text{Driftsinntekter } t}{\text{Netto driftseiendeler } t - 1}$$

Formel 12 - 9.1 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde.)

	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
Driftsinntekt t	kr 19 199,4	kr 25 531,3	kr 27 880,7	kr 32 609,4	kr 34 038,3	
Netto driftseiendeler t-1	kr 16 346,3	kr 23 753,0	kr 26 602,8	kr 30 428,7	kr 31 543,9	
ONDE t	1,175	1,075	1,048	1,072	1,079	1,032

Tabell 45 - 9.7 Historisk omløpshastighet til netto driftseiendeler

Det tidsvektet gjennomsnittet viser at Marine Harvest har hatt en omløpshastighet på netto driftseiendeler på 1,032 i analyseperioden. Ettersom driftsinntektene blir direkte påvirket av lakseprisen, må denne faktoren tas hensyn til ved fastsettelse av fremtidige omløpshastighet. Analyseperioden inkluderer perioder med fall i lakseprisene i 2012 og 2017 samt år med historisk høy laksepris i 2016. Dette indikerer at det tidsvektede gjennomsnittet representerer en representativ

effektivitetsgrad for Marine Harvest sin kapitalutnyttelse. Ettersom vi forventer at driftsinntektene skal stige noe mer på kort sikt, tillegger vi onde en kortsiktig vekst, før den vil konvenere tilbake til det historiske gjennomsnittet.

Vi finner fremtidig driftseiendeler med å omjustere formel 9.1 slik at netto driftseiendeler kommer på venstre side av likhetstegnet.

$$\text{Netto driftseiendeler } t - 1 = \frac{\text{Driftsinntekt } t}{\text{onde } t}$$

Formel 13 - 9.2 Netto driftseiendeler

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Driftsinntekt t+1	kr 40 253,7	kr 43 071,5	kr 45 871,1	kr 48 623,4	kr 51 054,5	kr 53 352,0	kr 55 752,8
ONDE t+1	1,085	1,070	1,060	1,050	1,040	1,035	1,032
NDE t	kr 37 100,2	kr 40 253,7	kr 43 274,6	kr 46 308,0	kr 49 090,9	kr 51 547,8	kr 54 024,1

Tabell 46 - 9.8 Budsjettering av netto driftseiendeler

9.1.3.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultatet er et mål på Marine Harvest lønnsomhet og driftsmargin. Den viser avkastningen på driftsinntektene og prognosen for fremtidsregnskapet blir basert på den strategiske analysen.

$$\text{Netto driftsresultat } t = \text{driftsmargin } t * \text{driftsinntekt } t$$

Formel 14 - 9.3 Netto driftsresultat

Som det fremgår av kapittel 7.2, så har Marine Harvest hatt en tidsvektet driftsmargin på 17,47 % i analyseperioden, noe som er marginalt svakere enn bransjegjennomsnittet på 19,15 %.

Konkurransenintensiteten i bransje vil påvirke driftsmarginen, da høy konkurranse tvinger aktørene til å presse prisene. Senere års vekts i bransje har skjedd organisk, hvilken reduserer konkurranseintensiteten. Produksjonskapasiteten langs norskekysten er nærme potensialet, hvilket indikerer at fremtidig vekst truer lønnsomheten. Samtidig har Marine Harvest en strategisk fordel når

det kommer til fôr-produksjon. I 2018 vil Marine Harvest være selvforsynt av fôr i Europa, en svært viktig fordel da fôr er det største og viktigste innsatsfaktoren.

Ettersom markedet begynner å nærme seg en modningsfase, kan man ikke forvente en slik høy driftsmargin på lang sikt. På kortsikt vil høye spottpriiser for laks, samt økende produksjonsvolum bidra til vekst i marginene. Denne er forventes å avta noe på mellomlang sikt, men opprettholdes stabilt høy, som følger av forventet økt etterspørsel, fra blant annet Nord-Amerika og Kina. På lengre sikt er det forventet at økt konkurranseintensitet vil svekke marginene, men bli noe stabilisert av teknologisk utvikling og effektivisering. I budsjettering av driftsinntekter har vi brukt et konservativt estimat for forwardprisen, hvilken gir noe rom for å kalkulere med en høyere driftsmargin på lang sikt. En langsiktig driftsmargin i «steady state» på 15 % antas som et rasjonelt estimat.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Driftsinntekt	kr 37 271,9	kr 40 253,7	kr 43 071,5	kr 45 871,1	kr 48 623,4	kr 51 054,5	kr 53 352,0
Driftsmargin	21 %	20 %	19 %	18 %	17 %	16 %	15 %
Driftsresultat	kr 7 827,1	kr 8 050,7	kr 8 183,6	kr 8 256,8	kr 8 266,0	kr 8 168,7	kr 8 002,8

Tabell 47 - 9.9 Budsjettering av driftsresultat

9.1.3.4 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld budsjetteres med å estimere finansiell gjeld og finansielle eiendeler hver for seg.

Finansiell gjeld (FG)

$$\text{Netto finansiell gjeld } t = \text{netto finansiell gjeldsdel } t * \text{netto driftseiendeler } t$$

Formel 15 - 9.4 Netto finansiell gjeld

Andel av netto finansiell gjeldsdel finner vi ved å budsjettere finansiell gjeldsdel og finansielle eiendeler hver for seg:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
FG	kr 6 045,8	kr 9 334,4	kr 13 705,1	kr 13 231,6	kr 13 852,0	kr 10 541,9	kr 12 036,3
NDE	kr 16 346,3	kr 23 753,0	kr 26 602,8	kr 30 428,7	kr 31 543,9	kr 32 541,9	kr 29 290,2
FG-del	36,99 %	39,30 %	51,52 %	43,48 %	43,91 %	32,39 %	41,28 %

Tabell 48 - 9.10 Historisk finansiell gjeldsdel for Marine Harvest

Som det fremgår av tabell 9.12 har Marine Harvest hatt en tidsvektet netto finansiell gjeldsdel på 36,88%. Selskaper med høy gjeldsandel vil ofte forsøke å redusere gjelden, mens selskaper med lav gjeldsandel kan økte gjelde for optimalisering. Optimal gjeldsandel kan måles mot flere ulike faktorer som bransje gjennomsnittet, selskaphistorikk eller normal kapitalstruktur for et børselskap. På Oslo Børs er den typiske gjeldsandelen ca. 50 % (Knivsflå, 2018o).

Marine Harvest har en utbyttepolitikk som tilsier at minst 75 % av kontantstrømmen skal utbetale som utbytte. Dette kan bidra til økt behov for gjeldsfinansiering. I Q4 rapporter for 2017 melde selskapet at de øker målet for netto rentebærende gjeld med 150 millioner euro, til 1,2 milliarder euro. Vi budsjetterer derfor for at netto finansiell gjeldsdel vil konvertere mot markedssnittet på 50 % i steady state.

Finansielle eiendeler (FE)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
FE	kr 1 388,3	kr 1 927,5	kr 1 820,5	kr 990,3	kr 1 110,3	kr 785,3	kr 1 207,2
NDE	kr 16 346,3	kr 23 753,0	kr 26 602,8	kr 30 428,7	kr 31 543,9	kr 32 541,9	kr 29 290,2
Andel FE	8,49 %	8,11 %	6,84 %	3,25 %	3,52 %	2,41 %	4,40 %

Tabell 49 - 9.11 Historisk finansiell eiendeler for Marine Harvest

Marine Harvest har hatt en tidsvektet andel av finansielle eiendeler på 4,40% i analyseperioden. Denne lave andel må sies å være naturlig, da Marine Harvest er en industriell aktør som ikke foretar finansielle investeringer. Stort sett all overskuddslikviditet blir reinvestert i videre drifts eller utbetalt som utbytte, og de finansielle eiendeler består i stor grad av bankinnskudd. Denne policyen er forventet å fortsette, og vi budsjetterer derfor med en jevn økende finansiell eiendel andel fra 2,41 % i 2017 mot 5 % i steady state i 2024.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
NDE	37 100,2	40 253,7	43 274,6	46 308,0	49 090,9	51 547,8	54 024,1
*FG-andel	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
= FG	12 985,1	15 095,2	17 309,8	19 680,9	22 090,9	24 485,2	27 012,0
NDE	37 100,2	40 253,7	43 274,6	46 308,0	49 090,9	51 547,8	54 024,1
* FE-andel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
= FE	927,5	1 207,6	1 514,6	1 852,3	2 086,4	2 319,7	2 701,2
= NFG	12 057,6	13 887,5	15 795,2	17 828,6	20 004,5	22 165,6	24 310,8

Tabell 50 - 9.12 Budsjettering av netto finansiell gjeld for Marine Harvest

9.1.3.5 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad finner vi ved separat budsjettering av netto finanskostnad og netto finansinntekt.

$$\text{Netto finanskostnad } t = \text{finansiell gjeldsrente } t * \text{finanseill gjeld } t$$

Formel 16 - 9.5 Netto finanskostnad

$$\text{Netto finansinntekt } t = \text{finansiell eiendelrentabilitet } t * \text{finansielle eiendeler } t - 1$$

Formel 17 - 9.6 Netto finansinntekt

Dersom kapitalmarkedet er velfungerende og finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi, så vil finansiell gjeldsrente reflektere rentekravet i avkastningskravet til selskapet (Knivsfå, 2018o.)

Kapitalmarkedet som Marine Harvest operer i må utvilsomt anses som velfungerende og Marine Harvest følger IFRS som tilsier at finansiell gjeld skal balanseføres til virkelig verdi. Vilkårene for å sette gjeldsrente lik rentekravet er dermed oppfylt, og vi vil budsjettere med en gjeldsrente på 6 %. Denne er noe høyere enn Marine Harvest historiske gjennomsnittsrente, men vil velger å oppjustere den noe for å hensyn ta den forventete renteøkningen i det globale finansmarkedet.

Ved budsjettering av fremtidsregnskapet, så antas finansiell eiendelrentabilitet å være lik egenkapitalkostnaden som vi fant i kapittel 8.1. Forkortelsene FG og FE i tabell 9.13 er henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og NFK og NFI er netto finanskostnad og netto finansinntekt.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FG t-1	kr 10 541,9	kr 12 985,1	kr 15 095,2	kr 17 309,8	kr 19 680,9	kr 22 090,9	kr 24 485,2
FG-rente	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %
= NFK t	kr 632,5	kr 779,1	kr 905,7	kr 1 038,6	kr 1 180,9	kr 1 325,5	kr 1 469,1
FE t-1	kr 785,3	kr 927,50	kr 1 207,61	kr 1 514,61	kr 1 852,32	kr 2 086,36	kr 2 319,65
FE-rentabilitet	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %
=NFI t	kr 35,3	kr 41,7	kr 54,3	kr 68,2	kr 83,4	kr 93,9	kr 104,4
NFK - NFI	kr 597,2	kr 737,4	kr 851,4	kr 970,4	kr 1 097,5	kr 1 231,6	kr 1 364,7

Tabell 51 - 9.13 Budsjettering av netto finanskostnad

9.1.3.6 Minoritetsinteresse

Minoritetsandelen finner vi ved å dividere minoritetsinteressen med netto driftseiendeler, og denne brukes til å estimere minoritetsinteressen i fremtidsregnskapet.

$$\text{Minoritetsandel } t = \frac{\text{Minoritetsinteresse } t}{\text{Netto driftseiendeler } t}$$

Formel 18 - 9.7 Minoritetsandel

Generelt er det optimalt å kjøpe ut minoritet i lønnsom selskaper, mens ulønnsomme selskaper er det optimalt med høy minoritetsinteresse, da man deler tapet (Knivsflå, 2018o). Marine Harvest har historisk hatt en svært lav andel minoritetsinteresse og i 2017 utgjorde bagatellmessig 11,8 millioner nok. For å unngå ubetydelige detaljer i verdsettelsen, budsjettere vi at minoritetsandelen holder seg stabilt på 2017 nivå i budsjettperioden.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
NDE t	kr 37 100,2	kr 40 253,7	kr 43 274,6	kr 46 308,0	kr 49 090,9	kr 51 547,8	kr 54 024,1
Minoritetsandel	0,036 %	0,036 %	0,036 %	0,036 %	0,036 %	0,036 %	0,036 %
Minoritetsinteresse	kr 13,45	kr 14,60	kr 15,69	kr 16,79	kr 17,80	kr 18,69	kr 19,59

Tabell 52 - 9.14 Budsjettering av minoritetsinteresse

9.1.3.7 Netto minoritetsrentabilitet

Netto minoritetsrentabilitet utregnes for å finne netto minoritetsresultat. Minoritetsrentabiliteten kan settes lik minoritetskravet, dersom majoritet klarer å presse ut minoriteten eller minoritetsandelen er balanseført til virkelig verdi (Knivsflå, 2018o). Ettersom Marine Harvest har svært lav minoritetsinteresse, er det naturlig å anta at de klarer å presse ut minoriteten. Da minoritetsinteressen er av ubetydelig størrelsen, sette minoritetskravet lik kravet til egenkapital.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Minoritets- interesse t-1	kr 11,80	kr 13,45	kr 14,60	kr 15,69	kr 16,79	kr 17,80	kr 18,69
Minoritets- rentabilitet t	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %
Netto minoritets-resultat t	kr 0,53	kr 0,61	kr 0,66	kr 0,71	kr 0,76	kr 0,80	kr 0,84

Tabell 53 - 9.15 Netto minoritetsresultat

9.2 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet beregnes av budsjettperioden 2018-2023 tillegg til et år inn i «steady state» for å vise fremtidig vekst. Fremtidsregnskapet består av fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm.

9.2.1 Fremtidsresultat

Postene i fremtidsresultatet er hentet fra budsjetteringen i kapittel 9.1.3, med unntak av posten «netto betalt utbytte» som er fastsatt residual ved formel og bygger bro mellom fremtidsresultatet og fremtidsbalansen.

$$\text{Netto betalt utbytte} = \text{fullstendig netto resultat til EK} - \Delta \text{EK}$$

Formel 19 - 9.8 Netto betalt utbytte

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Driftsinntekt	37 271,9	40 253,7	43 071,5	45 871,1	48 623,4	51 054,5	53 352,0
Netto driftsresultat	7 827,1	8 050,7	8 183,6	8 256,8	8 266,0	8 168,7	8 002,8
+ Netto finansinntekt	35,3	41,7	54,3	68,2	83,4	93,9	104,4
=Netto resultat til sysselsatt kapital	7 862,4	8 092,5	8 237,9	8 325,0	8 349,3	8 262,6	8 107,2
- Netto finanskostnad	632,5	779,1	905,7	1 038,6	1 180,9	1 325,5	1 469,1
- Netto minoritetsresultat	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
= Netto resultat til EK	7 229,4	7 312,8	7 331,6	7 285,7	7 167,7	6 936,4	6 637,2
+ Unormalt netto driftsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Unormalt netto finansresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Fullstendig netto resultat til EK	7 229,4	7 312,8	7 331,6	7 285,7	7 167,7	6 936,4	6 637,2
- Netto betalt utbytte	4 972,6	5 990,3	6 219,5	6 286,7	6 561,8	6 641,3	6 307,1
= Δ Egenkapital	2 256,8	1 322,4	1 112,1	998,9	605,9	295,0	330,1

Tabell 54 - 9.16 Fremtidsregnskap

9.2.2 Fremtidsbalanse

fremtidsbalansen blir del i to og visere fremtidig sysselsatt kapital og netto driftskapital. Postene i fremtidsbalansen er hentet fra budsjetteringen i kapittel 9.1.3, med unntak av egenkapitalen som blir fastsatt residualt ved formel 9.9

$$EK = \text{Netto driftseiendeler} - \text{netto finansiell gjeld} - \text{minoritetsinteresse.}$$

Formel 20 - 9.9 Fastsetting av egenkapitalen

Eiendeler	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Netto drifts- eiendeler	37 100,2	40 253,7	43 274,6	46 308,0	49 090,9	51 547,8	54 024,1
Finansielle - eiendeler	927,5	1 207,6	1 514,6	1 852,3	2 086,4	2 319,7	2 701,2
= Sysselsatt kapital	38 027,7	41 461,4	44 789,2	48 160,3	51 177,2	53 867,5	56 725,3

EK/Gjeld	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Egenkapital	25 029,2	26 351,6	27 463,7	28 462,6	29 068,5	29 363,6	29 693,6
+ Minoritets-interesse	13,5	14,6	15,7	16,8	17,8	18,7	19,6
+ Finansiell-gjeld	12 985,1	15 095,2	17 309,8	19 680,9	22 090,9	24 485,2	27 012,0
= Sysselsatt kapital	38 027,7	41 461,4	44 789,2	48 160,3	51 177,2	53 867,5	56 725,3

Tabell 55 - 9.17 Fremtidsbalanse sysselsatt kapital

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Netto drifts-eiendeler	37 100,2	40 253,7	43 274,6	46 308,0	49 090,9	51 547,8	54 024,1
EK	25 029,2	26 351,6	27 463,7	28 462,6	29 068,5	29 363,6	29 693,6
Minoritets-interesse	13,5	14,6	15,7	16,8	17,8	18,7	19,6
Netto Finansiell-gjeld	12 057,6	13 887,5	15 795,2	17 828,6	20 004,5	22 165,6	24 310,8
= Netto driftskapital	37 100,2	40 253,7	43 274,6	46 308,0	49 090,9	51 547,8	54 024,1

Tabell 56 - 9.18 Fremtidsbalanse netto driftskapital

9.2.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm viser den kontantstrømmen som bli skapt av kapitalen, etter vi har tatt hensyn til reinvesteringer og nødvendige nyinvesteringer (Knivflås, 2018o.)

KONTANTSTRØM I MNOK	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Netto driftsresultat	7 827,1	8 050,7	8 183,6	8 256,8	8 266,0	8 168,7	8 002,8
+ Unormalt netto driftsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
=Δ Netto drifts- eiendeler	4 558,3	3 153,6	3 020,9	3 033,4	2 782,9	2 457,0	2 476,2
= Fri KS drift	3 268,8	4 897,2	5 162,7	5 223,4	5 483,1	5 711,8	5 526,6
+ Netto finans-inntekt	35,3	41,7	54,3	68,2	83,4	93,9	104,4
+ Unormal netto- finansinntekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Δ Finansielle eiendeler	142,2	280,1	307,0	337,7	234,0	233,3	381,6
= Fri KS sysselsatt kapital	3 161,9	4 658,8	4 910,0	4 953,9	5 332,4	5 572,4	5 249,4
- Netto finans-kostnad	632,5	779,1	905,7	1 038,6	1 180,9	1 325,5	1 469,1
- Unormal netto finanskostnad	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Δ Finansiell gjeld	2 443,1	2 110,1	2 214,7	2 371,1	2 410,0	2 394,3	2 526,8
- Netto minoritetsresultat	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
- Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Δ Minoritets-interesse	1,7	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
= Fri kontantstrøm Egenkapital	4 973,7	5 990,3	6 219,5	6 286,7	6 561,8	6 641,3	6 307,1

Tabell 57 - 9.19 Fremtidig kontantstrøm

Kapittel 10 Fremtidskrav

I kapittel 8 beregnet vi det historiske avkastningskravet for Marine Harvest, hvor vi benyttes oss av totalavkastningskravet (WACC). Dette kapittelet vil bygge teori og metoder presentert i kapittel 8, men for fremtidig avkastningskrav vil vi differensiere krav til egenkapitalen og netto driftskapital. Dette for å legge grunnlaget for de ulike modellene som benyttes ved beregning av den fundamentale verdien i kapittel 11.

Siden fremtidig avkastningskrav blir benyttet til å neddiskontere fremtidig kontantstrøm, vil kravet har stor påvirkning på estimert verdi. Dette identifiserer behovet for et solid fundament for de ulike variablene i avkastningskravet.

10.1 Risikofri rente

I kapittel 8 kom vi fram til en risikofri rente på 1,64 %. Som det fremkommer i den strategiske analysen i kapittel 5.3.2, må fremtidige renten forventes å være høyere enn den historiske lave 2017 renten. Dette påvirker den risikofrie rente, hvilken gir behov for å justere den noe opp for fremtidskravet. Dette medfører også økt krav til egenkapitalen, se 10.2.

Den nominelle skattesatsen forventes å følge trenden med å synke 1 % hvert år til den er 20 %. Vi vil derfor nedjustere skattesatsen for fremtidskravet.

RISIKOFRI RENTE	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nibor 3-mnd rente	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
- Skattefri 20 %	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
= Risikofri rente etter skatt	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %

Tabell 58 - 10.1 Fremtidig risikofri rente

10.2 Krav til egenkapitalen

Det historiske kravet til egenkapitalen ble i kapittel 8 målt til 5,64 %. Denne må som det framgår av tabell 10.2 forventes å øke i fremtiden. I tabellen er den risikofrie renten justert noe opp, samtidig som skatten er justert. Dette med bakgrunn i forventet utvikling av disse faktorene.

Egenkapitalbetaen er satt til 1, da det er forventet at den langsiktige betaen vil konvertere mot 1 (Kaldestad og Møller, 2016). Investorer vil også normalt kreve en likviditetspremie for å foreta en investering og denne blir her vurdert til 2 %, basert på skjønn.

RISIKOFRI RENTE	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nibor 3-mnd rente	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
- Skattefri 20 %	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
= Risikofri rente etter skatt	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %
+ Egenkapitalbeta	1	1	1	1	1	1	1
* Markedsrisikopremie	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %
Likviditetspremie	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Krav til egenkapital	9,50 %	9,50 %	9,50 %	9,50 %	9,50 %	9,50 %	9,50 %

Tabell 59 - 10.2 Krav til egenkapital

Krav til minoritetsinteresse settes lik kravet til egenkapitalen, da minoritetsinteressene i Marine Harvest er av ubetydelig størrelse.

10.3 Krav til netto driftskapital

Netto driftskapital beregnes ved formel 10.1. I formelen er minoritetsinteresser utelatt, da kravet til minoritet er satt lik kravet til egenkapitalen. Minoritetsinteresser hos Marine Harvest er av en så liten størrelse at den ikke påvirker utfallet.

$$\text{Netto driftskrav} = \text{EK krav} * \frac{\text{EK}}{\text{Netto driftskapital}} + \text{NFGK} * \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Formel 21 - 10.1 Netto driftskrav

NETTO DRIFTSKAPITALKRAV	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Egenkapitalkrav	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095
* EK/NDK	0,67	0,65	0,63	0,61	0,59	0,57	0,55
+ Netto finansielt krav	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
* NFG/NDK	0,325	0,345	0,365	0,385	0,408	0,430	0,450
= Netto driftskapitalkrav	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %

Tabell 60 - 10.3 Krav til netto driftskapital

Marine Harvest har i analyseperioden hatt utestående et obligasjonslån med 3,5% + 3 måneders NIBOR rente. Som det fremgår av kapittel 5.3.2, så å det generelle globale rentenivået i forventes å øke i fremtiden. I analysen av risiko i kapittel 7, kom vi frem til at Marine Harvest oppnår en tidsvektet syntetisk rating på A. På bakgrunn av den strategiske analysen har vi valgt å nedjustere denne til karakter BBB. Dette er indikerer en solid finansiering på både lang og kort sikt, med en total konkursrisiko på 0,26%. Dette indikerer sterk sikkerhet for fremtidige kreditorer, hvilket gir grunnlag for lavere rentekostnader. Marine Harvest har heller ingen historikk med å misligholde lån. På denne bakgrunn vurderer vi vurderer vi den fremtidige netto finansielt krav til 4% på kort sikt, som øker til 5 % på lengre sikt.

Kapittel 11 Fundamental verdsettelse

I dette kapittelet vil vi estimere vår fundamentale verdi på Marine Harvest Groups egenkapital. Dette gjøres ved å anvende metodene vi diskuterte i kapittel 4 hvor vi kom fram til å benytte kontantstrømmodellen og residualinntektsmodellen for å finne vårt verdiestimat. Videre når vi finner våre verdiestimat vil vi gjennomføre en verdikonvergens slik at verdien metodene estimerer skal konvergere mot et felles punkt. Til slutt vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for variablene som har spesielt stor innvirkning på verdiestimatet.

11.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen gir et estimat på egenkapitalen som nevnt tidligere i kapittel 4.

Operasjonen består i å finne verdien på egenkapitalen (VEK) gjennom den følgende formelen der “FKE” er frie kontantstrømmer til egenkapitalen, “ekk” er egenkapitalkravet og “ekv” er egenkapitalveksten.

$$VKE_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

Formel 22 - 11.1 Fri kontantstrømmodell

Tidsperioden T i vårt scenario går fra 2018 til 2023 som tilsvarer en verdi på 5. Dette gir følgende beregninger gjort i Excel som igjen fører til det første verdiestimatet.

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Fri KS		4 973,65	5 990,34	6 219,46	6 286,72	6 561,81	6 641,32	6 307,15
Diskonteringsfaktor		1,10	1,20	1,31	1,44	1,57	1,72	1,89
NV 2018-2024	30 010,54	4 542,15	4 996,01	4 737,08	4 372,88	4 168,24	3 852,74	3 341,44
NV horisont	57 639,91							57 639,91
Verdien av EK	87 650,45							
Utestående aksjer 31.12.17	490,20							
Verdiestimat pr aksje	178,81							

Tabell 61 - 11.1 Verdi ved fri kontantstrømmodellen

Horisontverdien regnes ut ved å forutsette en vekstrate som kontantstrømmen i år T+1 vil vokse med. Til dette benyttes den såkalte Gordon Growth formelen, der kontantstrømmen deles på differansen mellom avkastningskravet og den forutsatte vekstraten (Penman 2013, s.112). Kriteriet for anvendelse er at det må forventes konstant vekst. Horisontverdien diskonteres videre med diskonteringsraten for år T for å finne nåverdien. Nåverdiene summeres for å finne verdien på egenkapitalen og deles på antall aksjer, som 31.12.17 var 490 167 777 (MHG, 2017), for å finne aksjeprisen. Vi kommer frem til en verdi på 178,81 kr per aksje

11.2 Residualinntektsmetoden

I kapittel 4 kom vi frem til at vi også ville benytte oss av residualinntektsmetoden. Denne metoden fokuserer på superrentabilitet eller meravkastningen over den forventede avkastningen. Vi benytter oss også her av Gordon Growth-formelen ved horisontverdien. Formelen vi benytter er gitt nedenfor der vi fortsatt skal finne verdien på egenkapitalen ved å ta den balanseførte egenkapitalen (EK_0) og summere de diskonterte residualinntektene (RI_t) i tillegg til den diskonterte horisontverdien.

$$VKE_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{RI_{T-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ek - ekv)}$$

Formel 23 - 11.2 Residualinntektsmodellen

Superprofitt til ek	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Balanseført EK	22 784,20							
Superprofitt EK		5 064,90	4 934,99	4 828,15	4 676,61	4 463,77	4 174,85	3 847,69
/Diskonteringsrente		1,1	1,2	1,31	1,44	1,57	1,72	1,89
NV		4 625,48	4 115,84	3 677,38	3 252,93	2 835,51	2 421,90	2 038,45
NV 2018-2024	22 967,49							
Horisontverdi	64 682,96							
NV EK	87 650,45							
Antall Aksjer	490,20							
Verdiestimat per aksje	178,81							

Tabell 62 - 11.2 Verdiestimat ved residualinntekt/superprofitt

I tabell 10.2 finner vi, i likhet med tabell 10.1, en verdi på 178,81 per aksje. Dette er høyere enn aksjeprisen som per 29.12.17 var 136,7.

11.3 Netto Driftskapitalmetoden

Dette er en metode som finner selskapskapitalen og bruker andre data inputs enn de to modellene ovenfor. Utregningen er lik og vi bruker samme fremgangsmåte for å komme frem til nåverdien, med noen ekstra regneoperasjoner for å komme frem til egenkapitalverdien.

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Fri KS til Netto driftsresultat		3	4	5	5	5	5	5 526,55
Diskonterings-faktor		268,81	897,18	162,69	223,42	483,11	711,76	
NV 2018-2024	26 196,97	1,08	1,16	1,24	1,34	1,44	1,54	1,66
NV horisont	85 414,29	3	4	4	3	3	3	3 331,16
Verdi netto driftskapital	111	040,75	237,69	155,76	911,30	819,30	701,00	85 414,29
Netto finansiell gjeld	9 756,70							
Minoritetsinteresse	9,00							
Verdi av EK	101							
Utestående aksjer	490,20							
Verdiestimat per aksje	207,76							

Tabell 63 - 11.3 Verdiestimat ved kontantstrøm til netto driftsresultat

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
NDK	32 540,90	37	40	43	46	49	51	54
NDR		100,18	253,74	274,62	308,00	090,87	547,83	024,07
Supeprofitt til netto driftskapital		0,22	0,22	0,21	0,20	0,20	0,20	0,18
Diskonterings-faktor		4 555,73	5 194,03	5 232,99	5 366,05	5 788,50	5 890,90	5 412,52
NV 2018-2024	28 074,43	1,08	1,16	1,24	1,34	1,44	1,54	1,66
NV horisont	83 651,90	4 237,88	4 494,56	4 212,35	4 018,10	4 032,03	3 817,08	3 262,42
Verdi netto driftskapital	111							83 651,90
Netto finansiell gjeld	9 756,70							
Minoritetsinteresse	9,00							
Verdi av EK	101							

	960,63
Utestående aksjer	490,20
Verdiestimat per aksje	208,00

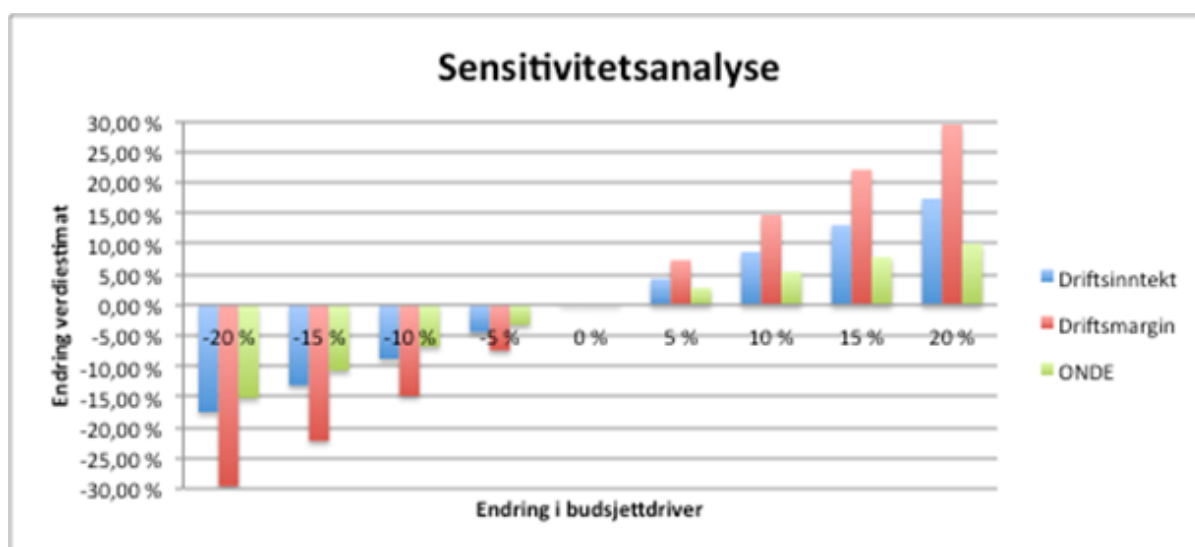
Tabell 64 - 11.4 Verdiestimat ved residualinntekt/superprofitt til netto driftskapital

Tabell 11.3 tar for seg nåverdien av kontantstrømmene relatert til netto driftsresultat fratrukket netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, mens tabell 11.4 tar for seg superprofitt til netto driftskapital. Disse gir et verdiestimat per aksje på 208 kr og 207,76 kr, som er høyere enn estimatet vi kom fram til med egenkapitalmetodene. Det er et lite avvik mellom metodene som i teorien skal gi samme estimat, noe som betyr at informasjonen brukt i de to metodene også avviker. Dette kan for eksempel være avrundinger av tall.

11.4 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse er å synliggjøre usikkerhet gjennom å endre kritiske budsjett- og verdidrivere for å illustrere hvordan det slår ut i verdiestimatet (Knivsflå, 2018r.)

Vi vil her utføre en sensitivitetsanalyse i budsjett drivere som antas å ha størst påvirkning på verdiestimatet. Dette er driftsinntekter, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftskapital. Da investorer kan ha ulike risikopreferanser, vil vi også se på sensitiviteten ved endring i avkastningskravet. Alle driveren vil endres med vekst fra – 20% til + 20%, hvor estimeringen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 blir ansett som 0-punktet.



Figur 20 - 11.1 Sensitivitetsanalyse

Prosentendringen i verdiestimatet er vises i søylene på X-aksen som representerer endringen i budsjettdriverne. Hver budsjettdriver har sin respektive søyle markert med sin fargekode. Vi leser ut i fra diagrammet at verdiestimatet er svært sensitivt overfor endringer i driftsmarginen og litt mindre, men fortsatt betydelig, sensitiv overfor endringer driftsinntekt og ONDE.

Som det fremgår av tabell 11.5 så er det netto driftsmarginen som er den mest sensitive faktoren i verdiestimatet. Netto driftsmarginen er et mål på lønnsomhet, og dette funnet understreker viktigheten ved kostnadskontroll. En endring i driftsmarginen på +/-10 %, gir en endring i verdiestimatet på +/- 15 %. Dette indikerer at verdivurderingen av Marine Harvest er sensitiv for økte kostnader.

Driftsinntekt blir i hovedsak drevet av produksjonsvolum og oppnådd laksepris. Som det fremkommer i kapittel 9, så er dette to volatile faktorer. Vår sensitivitetsanalyse viser at endringer i disse faktorene, slår direkte ut i verdiestimatet. Hvor volumendring er noe mer sensitiv enn endring i lakseprisen. I vår estimering av fremtidsregnskapet har vi brukt en konservativ forward pris på kr 52/kiloen, mens volum er projisert i samsvar med selskapets forventninger på kortsikt. Vi mener derfor at oppsiden i estimerte driftsinntekter er større enn nedsiden.

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler har påvirkning til verdiestimatet. En økning på 20% i omløpshastigheten, gir 10 % verdistigning. Dette viser at sensitiviteten er lav, men har noe påvirkning.

Endring i avkastningskrav

I kapittel 10 estimerte vi fremtidskravet til egenkapitalen og netto driftskapital til henholdsvis 9,5% og 7,50%. Avkastningskravet har stor påvirkning på verdiestimatet, da fremtidige kontantstrømmer blir diskontert med kravet. I økonomisk teori vil alle investorer være risikoaverse, hvilket medfører at økt risiko må kompenseres med økt potensiell avkastning. Investorer kan også ha ulik vilje til å ta risiko og derfor presenterer vi sensitiviteten til verdiestimatet ved endring i de ulike avkastningskravene.

I kapittel 10 skilte vi mellom krav til egenkapital og netto driftskapital, da egenkapitalkravet normalt er noe høyere enn kravet til netto driftskapital. Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen i

kapittel 11.2 og 11.3 er utgangspunktet for analysen, og er i tabellene under presentert som medianen.

EK krav	7,00 %	8,50 %	9,50 %	10,50 %	12,00 %
Verdiestimat	kr 205,10	kr 188,78	kr 178,81	kr 169,49	kr 156,66
Differanse	14,70 %	5,58 %	0,00 %	-5,21 %	-12,39 %

Tabell 65 - 11.5 Endring i krav til egenkapitalen

Krav til netto driftskapital	5,00 %	6,50 %	7,50 %	8,50 %	10,00 %
Verdiestimat	kr 244,27	kr 221,58	kr 207,76	kr 194,90	kr 177,24
Differanse	17,57 %	6,65 %	0,00 %	-6,19 %	-14,69 %

Tabell 66 - 11.6 Endring i krav til netto driftskapital

Som det fremgår av tabellene 10.5 og 10.6 så er verdiestimatet svært sensitivt for endringer i avkastningskravet. Kravet til netto driftskapital er noe mer sensitivt enn kravet til egenkapitalen. En økning i kravet på 1 % vil redusere verdiestimatet med henholdsvis 5,21% for egenkapitalen og 6,19% for netto driftskapital.

Kapittel 12 Komparativ verdsettelse

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen i kapittel 10, vil vi i dette kapitlet foreta en komparativ verdsettelse. Dette gjøres for å foreta en rimelighetsvurdering av den fundamentale analyse og se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper på Oslo Børs. Disse vil være basert på kvantitative regnskapsdata innhentet fra de ulike selskapene årsregnskap.

Den komparative analysen vil bygge på Penman (2013) rammeverk. Penman (2013) presenter komparativ verdsettelse som en tre stegs prosess som innebærer:

Steg 1: Identifisere sammenlignbare selskap

Steg 2: Identifisere ønsket måleenhet

Steg 3: Anvendelse av multippel

Steg 1 er å identifisere hvilke selskaper som er sammenlignbare med selskapet som skal vurderes. Å identifisere relevante og relativ like selskaper er helt avgjørende for et godt verdiestimat.

I steg 2 må det identifiseres hvilke måleenheter som er relevante. Det er her viktig å identifisere faktorer som er relevante for selskapets og bransjens lønnsomhet. Det finnes mange ulike aspekter av multiplene som måler ulike deler av selskapet. Multiplene deles inn i tre ulike kategorier:

Resultat/kontantstrøm orienterte, balanseorienterte og ikke-finansielle multipler (Kaldestad og Møller, 2016). Valg og spesifisering av multiplikatorer vil bli presentert under.

I siste steg blir multiplene anvendt for å danne et verdiestimat av Marine Harvest, før vi avslutningsvis oppsummere resultatene fra den komparative analyse med en sammenligning mot den fundamentale verdivurderingen.

12.1 Valg av komparative selskaper

Riktig valg av komparative selskaper er kjernen ved bruk av multiplikatormodeller for verdsettelse. Den komparativ analyse tar utgangspunkt i markedsverdien til ett eller flere tilsvarende selskaper for å gi et verdiestimat av verdsettelsesobjektet. Selskaper som velges, bør være sammenlignbare etter faktorer som størrelse, vekstmuligheter, driftsrentabilitet, rentenivå, og fremtidig investeringsbehov

(Kaldestad og Møller, 2016, s 237). Stor grad av likhet medfører at selskapene operere i samme markedsvilkår og utsatt for samme muligheter og trusler, som vekstpotensialet, vekstpotensial og risiko.

En god og nøyaktig identifisering av sammenlignbare selskaper avgjørende for analysen.

Vi har valgt Grieg, SalMar og Bakkafrost som komparative selskaper i denne analysen.

Grieg er valgt da de har internasjonal eksponering. Bakkafrost er valgt da de har egen

fôrproduksjons. To faktorer som man også finner hos Marine Harvest. SalMar ble valgt på

bekostning av Lerøy, da disse er i ca. samme størrelse, men Lerøy har et større produktspekter, med

blant annet hvit fisk. SalMar, som Marine Harvest, fokusere kun på lakseproduksjon. Samtlige

selskap er mindre enn Marine Harvest. Bakkafrost og Grieg Seafood er også mindre enn SalMar og

Lerøy.

Kapitalstrukturen av komparative selskaper:

	SalMar	Grieg	Bakkafrost	Marine Harvest
Bokført verdi av EK	kr 7 668 100 000	kr 3 332 155 000	kr 4 786 886 280	kr 22 784 200 000
Bokført verdi av gjeld	kr 5 258 100 000	kr 3 820 940 000	kr 2 018 394 840	kr 19 826 200 000
Totalkapital	kr 12 926 200 000	kr 7 153 095 000	kr 6 805 281 120	kr 42 610 400 000
Aksjer per 31.12.17	113 299 999	111 662 000	48 621 140	490 167 777
Aksjekurs 18.04.18	kr 377,40	kr 87,50	kr 443,80	kr 176,30
Markedsverdi av EK	kr 42 759 419 623	kr 9 770 425 000	kr 21 578 061 932	kr 86 416 579 085

Tabell 67 - 12.1 Kapitalstruktur komparative selskaper & Marine Harvest

12.2 Identifisere ønsket måleenhet

Vi har valgt å bruke følgende multiplikatorer: P/E, P/B, EV/EBIT, EV/Kilo. Begrunnelse for valgene samt forklaring av den enkelte multiplikator er gitt under.

P/E (Pris per aksjer / fortjeneste per aksje)

P/E ratio er en resultatorientert multiippel som står for Price/Earnings som er markedsverdien av egenkapitalen dividert med resultat etter skatt. Dette er en av de mest anvendte multiippel i praktisk,

da den er enkelt å bruke og lett å forstå, men modellen har sine svakheter. Den største svakheten er manglende hensyn til kapitalstrukturen, slik at gjeldsgrad ikke tas hensyn til. Vi har allikevel valg å bruke denne da den for selskaper med stabil vekstfase gir et bra estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen (Kaldestad og Møller, 2016, s 228-229)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdien av egenkapitalen}}{\text{Fortjeneste eller nettoresultat per aksje}}$$

Formel 24 - 12.1 Pris/fortjeneste multiplikator

	SALMAR	GRIEG	BAKKAFROST	MARINE HARVEST
Pris per aksje	Kr 246,80	Kr 72,25	Kr 337,30	Kr 136,70
Fortjeneste per aksje	Kr 20,24	Kr 5,02	Kr 13,89	Kr 9,54
P/E	12,19	14,39	24,29	14,34

Tabell 68 - 12.2 P/E ratio per 31.12.17

P/B (Pris per aksje / Bokført verdi av egenkapitalen)

P/B er en balanseorientert multiplum som hvor markedsverdien av egenkapitalen blir dividert med bokførte verdi av egenkapitalen, justert for hver aksje.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført egenkapital per aksje}}$$

Formel 25 - 12.2 Pris / Bok multiplikator

Denne faktoren gir en enkel indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. En P/B faktor på over 1 antyder at markedet forventer å skape merverdier på sine eiendeler, mens en P/B faktor under 1 antyder at man oppnår høyere verdien av selskapet ved likvidasjon enn salgpris. Lav P/B faktor kan også antyde at det bokførte verdier overstiger virkelig verdi, slik at det foreligger nedskrivningsbehov. (Kaldestad og Møller, 2016, s 233). I likhet med P/E faktoren, så tar ikke P/B hensyn til kapitalstrukturen, og dermed vil regnskapsmessige effekter som avskrivningsprofil påvirke forholdstallet. Men for oppdrettsbransje, hvor de biologiske verdiene er betydelig, vil P/B faktoren gi en god rimelighets sjekk på verdiene og prognosene. (Kaldestad og Møller, 2016, s 233-234).

	SALMAR	GRIEG	BAKKAFROST	MARINE HARVEST
Pris per aksje	Kr 246,80	Kr 72,25	Kr 337,30	Kr 136,70
Bokført verdi EK per aksje	Kr 67,68	Kr 29,84	Kr 98,45	Kr 46,48
P/B	3,65	2,42	3,43	2,94

Tabell 69 - 12.3 Pris/bok multiplikator for Marine Harvest og bransjen

EV/ EBIT Ratio

Dette er en resultat- og kontantstrøm-multiippel som finner forholdstallet mellom selskapsverdien (EV) og Driftsresultatet (EBIT), se formel 11.3. Styrken med denne multiplikatoren er at den tar hensyn til investeringsbehovet gjennom å inkludere avskrivninger. (Kaldestad og Møller, 2016, s 232). Til tross for sine svakheters ved blant annet ignorerer forskjell i risiko samt ulike regnskapspraksis i av- og nedskrivninger kan gi utslag, så er det en nyttig multiplikator, som i samsvar med de øvrige multiplikatorer gir et enkelt og kjapt bilde av virksomheten.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel 26 - 12.3 EV / EBIT multiplikator

	SalMar	Grieg	Bakkafrost	Marine Harvest
Markedsverdi av EK	kr 27 962 439 753	kr 8 067 579 500	kr 16 399 910 522	kr 67 005 935 116
+ Netto rentebærende gjeld	kr 1 222 500 000	kr 1 785 050 000	kr 284 387 400	kr 83 014 350
= EV	kr 29 184 939 753	kr 9 852 629 500	kr 16 684 297 922	kr 67 088 949 466
Driftsresultat (EBIT)	kr 3 162 200 000	kr 812 240 000	kr 856 817 280	kr 4 766 567 000
EV/EBIT	9,23	12,13	19,47	14,07

Tabell 70 - 12.4 EV/EBIT multiplikator for Marine Harvest og bransjen

EV/Kilo

Dette er en selvkomponert ikke-finansielle multipler som presenterer forholdet mellom selskapsverdien (EV) og produsert biomasse målt i kilo. Denne multiplikatoren er svært mye brukt ved verdsettelse av selskaper i oppdrettsbransjen (ilaks.no, 2013) da den visere oppdrettsselskapenes eksponering mot laksemarkedet. Et høyt forholdstall indikerer at aksjer er dyrt priset contra et lavere forholdstall. Multiplikatorer forbeholdes at selskapene oppnår lik laksepris. Som nevnt tidligere er lakseprisen svært volatil og i stor grad styrt av markedskreftene, derav anser vi at en slik forutsetning ikke problematisk.

$$\frac{EV}{Kilo} = \frac{Selskapsverdi}{Slaktevolum i kilo}$$

Formel 27 - 12.4 EV/Kilo multiplikator

	SalMar	Grieg	Bakkafrost	Marine Harvest
Selskapsverdi (EV)	Kr 29 184 939,7	Kr 9 852 629,5	Kr 16 684 298	Kr 67 088 950
Slaktet volum i tonn	132 500	62 598	54 615	370 346
EV/Kilo	220,26	157,40	305,49	181,15

Tabell 71 - 12.5 EV/Kilo. Selskapsverdien er oppgitt i millioner NOK

12.3 Komparativ verdiestimat

Basert på de ulike multiplikatorene så har vi kommet til et verdiestimat av Marine Harvest, og vil se på dette estimatet i sammenheng med resultatene fra den fundamentale analysen. Ved verdifastsetting basert på komparativ verdsettelse er det viktig å ta hensyn til metodens begrensninger. Komparativ verdsette hensyn tar kun historiske regnskapstall og således sier lite om fremtidig verdsettelse. Stor likehetsgrad mellom selskapene er avgjørende for et pålitelig estimat, noe som i praksis ikke er realistisk. Tallstørrelsene til verdikjedene hos de ulike selskapene ikke er offentlig kjent, slik at det ikke er praktisk mulig å justere for selskappespesifikke forhold og likhetsgraden vil derfor utgjøre en begrensning for analysen. Analysen er likevel interessant, da den gir en pekepinn på verdiestimatet av Marine Harvest sett i sammenheng med andre oppdrettsselskaper. Som det fremgår av tabell 12.6, så er det stor variasjon i verdiestimatet på Marine Harvest på de ulike multiplikatorene. Verdiestimater varierer fra 89,59 til 231,61 kr per aksjer.

Verdiestimat	SalMar	Grieg	Bakkafrost	Gjennomsnitt
P/E	kr 116,27	kr 137,23	kr 231,61	kr 161,70
P/B	kr 169,50	kr 112,54	kr 159,25	kr 147,10
EV/EBIT	kr 89,58	kr 117,96	kr 189,36	kr 132,30
EV/Kilo	kr 166,42	kr 118,92	kr 230,81	kr 172,05
Gjennomsnitt	kr 135,44	kr 121,66	kr 202,76	kr 153,29

Tabell 72 - 12.6 Verdiestimat av Marine Harvest basert på ulike multiplikatorer

Basert på gjennomsnittet av de fire ulike multiplikatorene, så får vi et verdiestimat på kr 153,29 per aksjer, til sammenligning var aksjekursen per 31.12.17 kr 136,70, hvilket indikerer at aksjekursen er undervurdert med 12,1%. Dette er vesentlig lavere enn resultatet vi fikk fra den fundamentale analysen, som gir et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 193,4. Det kan være flere iboende årsaker til denne differansen. Den mest naturlige er at den komparative verdsettelsen er basert på historiske regnskapstall og dermed ikke evner å identifisere de fundamentale underliggende verdiene i selskapet. Marine Harvest sin posisjon som markedsleder med global tilstedeværelse i samtlige viktige produksjonsland og unik selvforsyning av fôr, er verdier som ikke blir hensyntatt, da dette er faktorer som ikke finnes i samme grad hos de komparative selskapene. En annen svakhet er at den komparative verdsettelsen ikke tar hensyn til vekst og framtidsutsikter. Som det fremgår av den strategiske analysen i kapittel 5, så anser vi at framtidsutsiktene har vesentlig større oppside enn nedside.

Grunnet disse svakhetene blir ikke den komparative verdsettelsen vektlagt ved fastsettelse av handlingsstrategi i kapittel 13.

Kapittel 13 Kritikk til verdsettelsen

Verdsettelsen av Marine Harvest i denne oppgaven er skrevet på forutsetninger om fremtiden basert på analyser av historiske informasjon. Nøyaktighetsgraden av verdsettelsen avhengig av flere ulike forutsetninger. Slike forutsetninger må være realistiske, ikke bare isolert sett, men også sett i sammenheng. Som det fremgår av kapittel 10, så har selv små endringer i estimatene potensiale til å utgjøre stor forskjell i verdiestimatet. Til tross for at fremtidsregnskapet og verdsettelsen er utført med utgangspunkt i best estimat, så viser empirisk forskning at det er krevende å spå om fremtiden (Kaldestad. Y. & Møller. B., 2011).

I den strategiske analysen så vi på flere faktorer som direkte eller indirekte forventes å påvirke verdsettelsen av Marine Harvest. Dette omhandlet blant annet, politiske, økonomiske, demografiske og teknologiske faktorer. Dette er et stort spenn av ulike variabler som påvirker analysen og det er urealistisk å forvente at man skal kunne forutsi utviklingen innenfor samtlige områder (Kaldestad. Y. & Møller. B., s.22, 2011.) Det blir vesentlig mer krevende når man skal sette slike faktorer i en virkning-årsakssammenheng.

Verdivurderingen er ferskvare og har kort holdbarhet. Kapitalmarkedet er svært dynamisk og tilpasser seg nye hendelser, informasjon eller rammevilkår umiddelbart. Dette medfører risiko for at nye uforutsette hendelser kan ha oppstått i tidsrommet fra dette skrives til det leses, slik at verdsettelsen er utdatert på tidspunktet den leses.

Verdivurderingen vil inneholde til dels store prediksjonsfeil og det er ikke uvanlig å bomme, selv på kort sikt (Knivsflå, 2018o). Leserne oppfordres derfor til å være kritisk til verdsettelsen, til tross for at den er utarbeidet med utgangspunkt i beste estimat på verdsettelsestidspunktet.

Kapittel 14 Konklusjon og handelsstrategi

Målsettingen med oppgaven var å besvare vår problemstilling og forskningsspørsmålet om hva Marine Harvest ASAs egenkapital er verdt den 31.12.17. For å gi en konklusjon på dette spørsmålet har vi gjennomført en fundamental analyse, med en supplerende komparativ analyse. Vi har kommet frem til en verdi på egenkapitalen i form av en aksjepris. Etter en kort oppsummering vil vi konkludere med en handelsstrategi, som er basert på estimert aksjepris.

14.1 Oppsummering

Den fundamentale verdsettelsen av Marine Harvest ble estimert i kapittel 11 ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Basert på disse metodene kom vi frem til et verdiestimat pålydende 193,29 kr per aksje. Det foreligger mye usikkerhet i dette estimatet, og derfor ble det foretatt en sensitivitetsanalyse i kapittel 11.4. Sensitivitetsanalysen viste at driftsmarginen er det faktoren som har størst påvirkning på verdiestimatet. Sensitivitetsanalysen viste også at avkastningskravet en investor stiller, har stor påvirkning på endelig verdiestimat. Til tross for disse usikkerhetene, så anses verdiestimatet på kr 193,29 kr per aksje som realistisk. Analysen inneholder betydelig andel informasjon som var ukjente for markedet per 31.12.17. Offentliggjøring av denne informasjonen har gitt svært positive utslag for kursutviklingen til Marine Harvest våren 2018, som resultere i endring av handelsstrategien presentert i kapittel 14.2.

For å ha et sammenligningsgrunnlag for den fundamentale analysen, så utførte vi en komparativ analyse, basert på forholdstall for de andre oppdrettsselskapene som må anses å ha størst likehetsgrad til Marine Harvest. Den komparative analysen gav isolert sett et verdiestimat på 153,29 kr aksjen. Dette er betydelig lavere enn verdiestimatet basert på den fundamentale analysen. Den komparative analysen forutsetter at det finnes sammenlignbare selskaper. Samtlige oppdrettsselskaper vil delvis ha tilsynelatende store likhetstrekk, men det finnes ikke et tilstrekkelig sammenlignbart selskap når man ser på Marine Harvest størrelse og kompleksitet i verdikjeden. Dette medfører at multiplikatorene i kapittel 12 ikke er direkte sammenlignbare. Det lave verdiestimatet basert på den komparative analysen kan også til dels skyldes at metoden er basert på historiske regnskapstall og tar ikke hensyn til det fremtidig potensiale som ble indentifisert i den strategiske analysen i kapittel 5. Som en konsekvens av disse svakhetene, blir ikke metoden tillagt vekt, slik at verdiestimatet fra den fundamentale analysen blir stående som det endelige verdiestimatet.

14.2 Handelsstrategi

Basert på vårt verdiestimat, så vil vi komme med en kjøp-, selg- eller hold-anbefaling for Marine Harvest per 31.12.17. Da vår analyse inneholder informasjon som var ukjent for markedet per 31.12.17, vil vi gi en tilleggs anbefaling per 01.06.18, hvor ny informasjons og tidsaspektet fra start til slutt av oppgaven er hensyntatt.

Handelsstrategien vil være basert på en anbefaling om kjøp, salg eller hold. Dersom vårt verdiestimat ligger i intervallet $\pm 10\%$ fra markedsprisen vil det bli gitt en hold-anbefaling. Er avviket større en $+10\%$ signaliserer en salgsanbefaling, mens en differanse på større enn -10% indikerer kjøp.

14.2.1 Handelsstrategi per 31.12.17

Basert på den fundamentale analyse er vårt endelige verdiestimat 193,29kr per aksje. Per 31.12.17 var markedsprisen 136,7 kr. Basert på vårt verdiestimat foreligger den en oppside på 41,4 % per 31.12.17 og det gis en kjøpsanbefaling for Marine Harvest per 31.12.17

14.2.1 Handelsstrategi per 01.06.17

Våren 2018 har vært et meget sterkt år for oppdrettsbransjen. Oslo Seafood Index har en YTD på 40,62 % per 08.05.18, mens hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) er opp 6,77 %. Marine Harvest har i perioden 01.01.18-08.05.18 hatt en oppgang 28,98%, tillegg betalt et utbytte 2,60 kr per aksje. Utbytte utgjorde en direkteavkastning 1,65 % på vedtakstidspunktet. Kursen per 29.05.18 er 165,80kr hvilket indikere en oppside på 16,6 % sammenlignet med vårt verdiestimat. Kjøps anbefalingen per 01.06.17 blir derfor opprettholdt.

Dagens Næringsliv presenterer per mai 2018 en konsensus, blant profesjonelle meglerhus, et kursmål på 170 kr for Marine Harvest. Dette gir også en hold-anbefaling per 01.06.18.

14.3 Konklusjon

Basert på vårt verdiestimat gis det en kjøpsanbefaling for Marine Harvest per 31.12.17, da aksjekursen på 136,7 kr per 31.12.17 er 41,4% lavere enn vårt verdiestimat på 193,29 kr.

Kjøpsanbefalingen opprettholdes per 01.06.18, da kursutviklingen våren 2018 ikke har hente inn det fulle underliggende potensialet. Det sees fortsatt en oppside på 16,6 % for selskapet.

Litteraturliste

Bøker:

Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2013). *Corporate finance*. Pearson Education

Damodaran, A. (2002): *Investment Valuation* (2. ed), Wiley & Sons Inc., New York

Dess, G. G., Lumpkin, G. T., Eisner, A. B., Framnes, R., Pettersen, A. & Thjømmøe, H.M. (2011) *Markedsføringsledelse*. Oslo: Universitetsforlaget.

Johnson, G. (2016). *Exploring strategy: text and cases*. Pearson Education.

Kaldestad, Y. & Møller, B. 2016. *Verdivurdering (2 utgave): teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*, Bergen, Fagbokforlaget.

Lien, L. B. & Jakobsen, E. W. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi*. Oslo, Gyldendal akademisk.

McNamara, G., & Kim, B. (2012). *Strategic Management: Text and Cases, Six Edition* (Global Edition).

Koller, Goedhart and Wessels (2010): *Valuation (5.ed.) Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken, New Jersey, Wiley Finance.

Penman, S. H. 2013. *Financial statement analysis and security valuation (5. ed)*, New York, McGraw-Hill.

Peterson, Plenborg og Kinserdal (2017) *Financial Statement Analysis (1. ed) Valuation - Credit analysis - Performance Evaluation* Fagbokforlaget.

Forelesningsnotat:

Knivsfå, Kjell H. (2018-nummer): Kurs: BUS440 - Regnskapsanalyse og verdivurdering.

Alle forelesningsnotater, nummerert fra 1-22, er tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm> (Nedlastet 01.03.2018.)

Rapporter:

Ascher, R.& Tveterås, R. (2011) *En kunnskapsbasert sjømatnæring*. (Forskningsrapport 8/2011.) Hentet fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/94214/2011-08-Asche&Tveteras.pdf?sequence=1> (Nedlastet 08.03.2018.)

Bakkafrost (2017) *Annual Report 2017*. Hentet fra: http://www.bakkafrost.com/en/bakkafrost_investor/bakkafrost_reports-and-presentations/ (nedlastet 20.03.2018)

Havforskningsinstituttet (2018) *Risikorapport norsk fiskeoppdrett*. Hentet fra https://www.hi.no/filarkiv/2018/02/risikorapport_2018.pdf/nb-no (Nedlastet 05.03.2018.)

Henriksen, K (2015) *Lakseoppdrett på land – break even med lakseoppdrett i merd?* (Deloitte) Hentet fra <http://tekmar.no/wp-content/uploads/2016/08/Kristian-Henriksen-Gamechanger-7-Lakseoppdrett-på-land.pdf> (Nedlastet 05.03.2018.)

Marine Harvest (2011) *Annual Report 2011*. Hentet fra: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/> (28.02.2018)

Marine Harvest (2016) *Annual report 2016*. Hentet fra <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/> (Nedlastet 17.01.2018.)

Marine Harvest (2017) *Annual Report 2017*. Hentet fra: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/> (20.03.2018)

Marine Harvest (2017) *Salmon Farming Industry Handbook, 2017*. Hentet fra: <http://marineharvest.no/investor/industry-handbook/> (Nedlastet 17.01.2018.)

Xianwen Chen. (2015.) *Four Essays on Consumer Studies, Market Simulation, and International Trade of Fish*. Doktorgradsavhandling, NMBU – Norges miljø- og biovitenskapelige universitet, 2015.

Artikler:

Barber, B.M & Lyon, J.D (1997) Firm Size, Book-to-Market Ratio, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms. *The Journal of Finance* 52(2) p.875-883 Hentet fra: <http://www.jstor.org/stable/pdf/2329503.pdf> (Nedlastet 28.03.2018.)

Bernhoft, A.C. & Fardal, A. (2007.) IFRS og fiskeoppdrett. *Magma* (6/07) Hentet fra: <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett> (Nedlastet 15.03.2018.)

Berge, A. (2013, 11 mars.) Mest laks for pengene. *iLaks.no* Hentet fra: <https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/> (Nedlastet 16.02.2018.)

Berge, A. (2014, 5 oktober) Gjennombruddet. *iLaks.no* Hentet fra: <https://ilaks.no/gjennombruddet/> (Nedlastet 16.02.2018.)

Berge, A. (2015, 11 desember) *Marine Harvest bygger ny fôrfabrikk i Skottland*. Hentet fra: <https://ilaks.no/marine-harvest-bygger-ny-forfabrikk-i-skottland/> (Nedlastet 15.03.2018.)

Berglihn, H & Bjerknes, C (2018, 8 januar.) Bommet på 100 mrd. – Avhengig av Russland for ny mulighet. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/2018/01/08/2057/Havbruk/bommet-pa-100-mrd-avhengig-av-russland-for-ny-mulighet>. (Nedlastet 09.01.2018.)

Berglihn, H (2018, 18 mars) Litt rømt laks ikke noe stort problem. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/2018/03/18/1400/Havbruk/litt-romt-laks-ikke-noe-stort-problem> (Nedlastet 18.03.2018.)

Bryhn (2009) *Marine Harvest ASA. Store norske leksikon*. Hente fra: https://snl.no/Marine_Harvest_ASA (Nedlastet 17.01.2018)

Dyrnes, S. (2004) Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer, *Praktisk Økonomi & Finans* 01/04 2.43-52. Hentet fra: https://www.idunn.no/pof/2004/01/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer (Nedlastet 03.04.2018.)

Ekanger, A. & Johanesen, N.E (2017, 31 oktober) Dette er kartet som avgjør vekst og kutt i oppdrettsnæringa. *NRK*. Hentet fra: <https://www.nrk.no/hordaland/dette-er-kartet-som-avgjer-vekst-og-kutt-i-oppdrettsnaeringa-1.13758224>. (Nedlastet 18.01.2018.)

Gjesdal, F. (2012) Valg av verdsettelsesmodell. *Magma* (2/12) S.22-23. Hentet fra <https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell> (Nedlastet 04.04.2018.)

Henriksen, T.H., Huseby, M. & Haugen, B. (2014, 16 januar.) Solgte laksetillatelse med milliongevinst. *VG.no*. Hentet fra: <https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/1EbMM/solgte-laksetillatelse-med-milliongevinst> (Nedlastet 16.02.2018.)

Jensen, B.A. (2018, 5 mars.) Dette fartøyet skal få bukt med rømt oppdrettslaks. *Sysla.no*. Hentet fra: https://sysla.no/maritim/dette-fartoyet-skal-fa-bukt-med-romt-oppdrettslaks/?utm_source=bt&utm_medium=webwidget&utm_campaign=promo. (Nedlastet 06.03.2018.)

Johansen, J.P. (2015, 12 juni) Fiskeoppdrett. *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/fiskeoppdrett> (Nedlastet 17.01.2018.)

Moore, G. (2017, 10 november) *Marine Harvest feed plant from high in the Skye*. Hentet fra: <https://www.fishfarmingexpert.com/article/marine-harvest-feed-plant-from-high-in-the-skye/> (Nedlastet 15.03.2018.)

- Nilsen, A. (2013, 10 januar.) Marine Harvest får kjøpe Morpol. *E24.no*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/morpol/eu-kommisjonen-gir-groent-lys-til-marine-harvest/21619641> (Nedlastet 16.02.2018.)
- Nilsen-Meyer, J. (2015, 2 juni) Marine Harvest advarer mot å fremme landbasert oppdrett. *E24.no*. Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/marine-harvest-advarer-mot-aa-fremme-landbasert-oppdrett/23463171> (Nedlastet 16.02.2018.)
- Olsen (2018) *Fire grafer som oppsummerer lakseåret 2018* Sysla.no. Hentet fra: <https://sysla.no/fire-grafer-som-oppsummerer-laksearet-2017/> (Nedlastet 04.04.2018)
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (2008). *The five competitive forces that shape strategy*. Harvard Business Review January 2008
- Sander, K. (2016) *Rentabilitetsanalyse*. Henter fra <https://estudie.no/rentabilitetsanalyser/> (Nedlastet 13.04.2018.)
- Schjetne, S. (2012, 26 januar) USA fjerner straffetoll på laks. *NRK*. Hentet fra: <https://www.nrk.no/okonomi/usa-fjerner-straffetoll-pa-laks-1.7971019>. (Nedlastet 16.02.2018.)
- Yterberg, R. (2017, 16 august) Norge hadde 95 prosent av laksemarkedet før vi ble utestengt – og skulle ta tilbake enorme verdier. Men noe har skjedd, eller rettere sagt: Ikke skjedd. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/08/16/0515/Fiske/norge-hadde-95-prosent-av-laksemarkedet-for-vi-ble-utestengt-og-skulle-ta-tilbake-enorme-verdier-men-noe-har-skjedd-eller-rettere-sagt-ikke-skjedd> (Nedlastet: 18.01.2018)
- Yterberg, R (2018, 8 februar.) Kan nå én milliard i høst. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/2018/02/08/1831/Havbruk/kan-na-en-milliard-i-host>. (Nedlastet 08.02.2018.)
- Vøllestad, A (2017, 15 juni) Laksefamilien. *Store norske leksikon*. Hentet fra: <https://snl.no/laksefamilien> (Nedlastet: 17.01.2018.)

Nettsider:

Fiskeridirektoratet (2016) *Biomasse*. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse> (Nedlastet 29.01.2018.)

Fiskeridirektoratet (2017) *Utviklingstillatelser*. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>. (Nedlastet 29.01.2018.)

Fiskeridirektoratet (2018) *Oversikt over søknader om utviklingstillatelse*. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Soekere-antall-og-biomasse>. (Nedlastet 16.03.2018)

Havforskningsinstituttet (2014) *Planteingredienser i fiskefôr*. Hentet fra: <https://nifes.hi.no/forskningstema/akvakultur/fiskefor/planteingredienser-i-fiskefor/>. (Nedlastet 14.02.2018.)

Ilaks.no (2018, 11 mars) *Lakseavfall gir biodrivstoff til busser og lastebiler*. Hentet fra: <https://ilaks.no/lakseavfall-gir-biodrivstoff-til-busser-og-lastebiler/> (Nedlastet 11.03.2018.)

Intrafish.no (2017, 22 februar) *Marine Harvest bygger i Skottland*. Hentet fra: <http://www.intrafish.no/pressemeldinger/1217468/marine-harvest-bygger-i-skottland> (Nedlastet 15.03.2018.)

Laksefakta.no (2018) *Lakseoppdrett i Norge*. Hentet fra: <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/> (Nedlastet 02.02.2018.)

Marine Harvest (2018a) *Våre norske regioner*. Hentet fra: <http://marineharvest.no/about/vare-regioner/> (Nedlastet 10.01.2018)

Marine Harvest (2018) *Laksens livssyklus*. Hentet fra: <http://marineharvest.no/products/seafood-value-chain/> (Nedlastet 09.01.2018.)

Marine Harvest (2018) *Norges største oppdrettsselskap*. Hentet fra: <http://marineharvest.no/about/norges-storste/> (Nedlastet 09.01.2018)

Norske Bank (2018) *statsobligasjoner årgjennomsnitt*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Nedlastet 25.03.2018.)

Norsk sjømatråd (2017) *Nøkkeltall*. Hentet fra: <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/> (Nedlastet 15.02.2018.)

Oslo Børs NewsWeb (2018) *Kjøp av i Northern Harvest*. Hentet fra: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=441569> (Nedlastet 15.01.2018)

PwC (2017) Risikopremien i det norske markedet 2017. Hentet fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2017.html> (Nedlastet 05.04.2018.)

Regjeringen (2015, 20 mars) *Bærekraftig og forutsigbar vekst for laks*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/barekraftig-og-forutsigbar-vekst-for-laks/id2401801/> (Nedlastet 16.02.2018.)

Regjeringen (2017a) *Norges handelspolitiske forhold til Storbritannia etter brexit*. Hentet fra: https://www.regjeringen.no/globalassets/departementene/ud/vedlegg/europapolitikk/brexit_analyse.pdf. (Nedlastet 18.03.2018)

Regjeringen (2017) *Tale - Sjømatdagene på Hell 2017*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/sjomatdagene-pa-hell-2017/id2527404/>. (Nedlastet 16.02.2018.)

Regjeringen (2017) *Skattesatser 2018*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>. (Nedlastet 27.04.2018.)

Statistisk sentralbyrå (2018a) *Eksport av laks*. Hente fra: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/laks>. (Nedlastet 07.02.2018.)

Siste.no (2017, 15 august) *Dette skal vi leve av etter oljen*. Hentet fra: <https://www.siste.no/politikk/mat/innenriks/dette-skal-vi-leve-av-etter-oljen/s/5-47-100196>. (Nedlastet 15.03.2018.)

Statistisk sentralbyrå (2018b) *Konsumprisindeksen*. Hente fra: <https://www.ssb.no/kpi> (Nedlastet 18.01.2018)

Store norske leksikon (2018) *Fiskeoppdrett*. Hentet fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett> (Nedlastet 25.01.2018)

Oversikt over figurer, tabeller og formler

Tabeller:

Tabell 1 - 2.1 Produksjonsland	5
Tabell 2 - 2.2 Kostnadsstruktur.....	7
Tabell 3 - 5.1 Ressurseffektiv produksjon	24
Tabell 4 - 6.1 Historisk resultatregnskap for Marine Harvest Group	39
Tabell 5 - 6.2 Historisk balanse	40
Tabell 6 - 6.3 Fullstendig nettoresultat	41
Tabell 7 - 6.4 Fullstendig drift- og finansresultat	42
Tabell 8 - 6.5 Unormalt driftsresultat	43
Tabell 9 - 6.6 Unormalt finansresultat	44
Tabell 10 - 6.7 Selskapsskattesats.....	44
Tabell 11 - 6.8 Netto finanskostnad	44
Tabell 12 - 6.9 Netto finansinntekt	45
Tabell 13 - 6.10 Unormalt netto finansresultat	45
Tabell 14 - 6.11 Skattesatser og differanse	46
Tabell 15 - 6.12 Netto driftsresultat	46
Tabell 16 - 6.13 Unormalt netto driftsresultat	47
Tabell 17 - 6.14 Rapportert skattekostnad	47
Tabell 18 - 6.15 Omgruppert resultatregnskap	48
Tabell 19 - 6.16 Totalbalansen.....	48
Tabell 20 - 6.17 Sysselsatt kapital	51
Tabell 21 - 6.18 Netto driftsrelatert kapital	51
Tabell 22 - 6.19 Tidsvektning av forholdstall.....	53
Tabell 23 - 7.1 Generell nivå av likviditetsgrad 1 (Kilde: Proff Forvalt, 2018).....	55
Tabell 24 - 7.2 Likviditetsgrad 1 for Marine Harvest og bransjen	55
Tabell 25 - 7.3 Generell nivå av likviditetsgrad 2 (Kilde: Proff Forvalt, 2018).....	56
Tabell 26 - 7.4 Likviditetsgrad 2 for Marine Harvest og bransjen	56
Tabell 27 - 7.5 Rentedekningsgrad (Kilde: Proff Forvalt, 2018).....	57
Tabell 28 - 7.6 Rentedekningsgrad Marine Harvest og bransjen.....	57
Tabell 29 - 7.7 Krav egenkapitalprosenten (Kilde: Proff Forvalt, 2018).....	58
Tabell 30 - 7.8 Egenkapitalprosent, Marine Harvest og bransjen.....	58
Tabell 31 - 7.9 Netto driftsrentabilitet Marine Harvest	59
Tabell 32 - 7.10 Netto driftsrentabilitet bransjen.....	59
Tabell 33 - 7.11 Kapitalstruktur Marine Harvest per 31.12.17.....	60
Tabell 34 - 7.12 Karakterskala syntetisk ranking (Kilde: Knivsflå 2018, i nr. 9)	61
Tabell 35 - 7.13 Syntetisk rating Marine Harvest.....	62
Tabell 36 - 8.1 Markedsrisikopremie 2012-2017 (Kilde PWC, 2017)	65
Tabell 37 - 8.2 Netto rentebærende gjeld (NFG) = rentebærende gjeld - finansielle eiendeler	67
Tabell 38 - 8.3 Fordeling av egenkapital og gjeld	68
Tabell 39 - 9.1 Driftsinntektsvekst.....	70

Tabell 40 - 9.2 Vekst i produksjonsvolum - Volum i tusen tonn.....	70
Tabell 41 - 9.3 Egenkapitalveksts	70
Tabell 42 - 9.4 Estimert produksjonsvolumvekst Marine Harvest	72
Tabell 43 - 9.5 Forwardpris laks (Kilde: Fishpool.no, 2018)	73
Tabell 44 - 9.6 Budsjettering av driftsinntekter	74
Tabell 45 - 9.7 Historisk omløpshastighet til netto driftseiendeler.....	74
Tabell 46 - 9.8 Budsjettering av netto driftseiendeler.....	75
Tabell 47 - 9.9 Budsjettering av driftsresultat	76
Tabell 48 - 9.10 Historisk finansiell gjeldsdel for Marine Harvest	77
Tabell 49 - 9.11 Historisk finansiell eiendeler for Marine Harvest	77
Tabell 50 - 9.12 Budsjettering av netto finansiell gjeld for Marine Harvest	78
Tabell 51 - 9.13 Budsjettering av netto finanskostnad	79
Tabell 52 - 9.14 Budsjettering av minoritetsinteresse	79
Tabell 53 - 9.15 Netto minoritetsresultat	80
Tabell 54 - 9.16 Fremtidsregnskap	81
Tabell 55 - 9.17 Fremtidsbalanse sysselsatt kapital.....	82
Tabell 56 - 9.18 Fremtidsbalanse netto driftskapital	82
Tabell 57 - 9.19 Fremtidig kontantstrøm	83
Tabell 58 - 10.1 Fremtidig risikofri rente	84
Tabell 59 - 10.2 Krav til egenkapital	85
Tabell 60 - 10.3 Krav til netto driftskapital	86
Tabell 61 - 11.1 Verdi ved fri kontantstrømmodellen	87
Tabell 62 - 11.2 Verdiestimert ved residualinntekt/superprofitt	88
Tabell 63 - 11.3 Verdiestimert ved kontantstrøm til netto driftsresultat.....	89
Tabell 64 - 11.4 Verdiestimert ved residualinntekt/superprofitt til netto driftskapital	90
Tabell 65 - 11.5 Endring i krav til egenkapitalen	92
Tabell 66 - 11.6 Endring i krav til netto driftskapital	92
Tabell 67 - 12.1 Kapitalstruktur komparative selskaper & Marine Harvest.....	94
Tabell 68 - 12.2 P/E ratio per 31.12.17.....	95
Tabell 69 - 12.3 Pris/bok multiplikator for Marine Harvest og bransjen.....	96
Tabell 70 - 12.4 EV/EBIT multiplikator for Marine Harvest og bransjen.....	96
Tabell 71 - 12.5 EV/Kilo. Selskapsverdien er oppgitt i millioner NOK.....	97
Tabell 72 - 12.6 Verdiestimert av Marine Harvest basert på ulike multiplikatorer	98

Figurer:

Figur 1 - 2.1 Global produksjon og handelsflyt.....	3
Figur 2 - 2.2 Utvikling av verdi vs. volum (Kilde: Marine Harvest, SFI Handbook 2017)	4
Figur 3 - 2.3 Antall aktører i produserende land.....	5
Figur 4 - 2.6 biomasse kost.....	8
Figur 5 - 3.1 Marine Harvests virksomhet i Norge.....	10
Figur 6 - 3.2 Global Virksomhet (Marine Harvest, 2017)	11
Figur 7 - 3.3 Visjon.....	11

Figur 8 - 3.4 Verdier	11
Figur 9 - 3.5 Strategi og prinsipper	12
Figur 10 - 3.6 Veiledningsprinsipper	12
Figur 11 - 3.7 Aksjekurs 2007-2018	13
Figur 12 - 5.1 Korrelasjon av pris-tilbud (Kilde: Marine Harvest salmon farming industry handbook 2017 side 31).....	21
Figur 13 - 5.2 Historisk eksportpris per kilo for fersk oppdrettslaks. (Kilde Statistisk Sentralbyrå.) .22	
Figur 14 - 5.3 Råvarepriser for fiskefôr (Kilde Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2017 side 57).....	23
Figur 15 - 5.4 Porters femkraftsmodell.....	27
Figur 16 - 5.5 OSLO Seafood Index(blå) vs. Oslo Børs Hovedindeks(oransje)	28
Figur 17 - 5.6 Relative prisdifferanser til laks. (Kilde Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2017 p. 22).....	31
Figur 18 - 5.7 Marine Harvest salgskanaler (Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2017, s 111)	32
Figur 19 - 5.8 SWOT-analyse	37
Figur 20 - 11.1 Sensitivitetsanalyse	90

Formler:

Formel 1 - 7.1 Likviditetsgrad 1	54
Formel 2 - 7.2 Likviditetsgrad 2	55
Formel 3 - 7.3 Rentedekningsgrad.....	57
Formel 4 - 7.4 Egenkapitalprosenten	58
Formel 5 - 7.5 Netto driftsrentabilitet	59
Formel 6 - 8.1 Totalavkastningskravet	63
Formel 7 - 8.2 Kapitalverdimodellen.....	64
Formel 8 - 8.3 Egenkapitalbeta.....	66
Formel 9 - 8.4 Avkastningskravet på netto rentebærende gjeld	66
Formel 10 - 8.6 Markedsverdien av egenkapitalen.....	68
Formel 11 - 8.7 Egenkapital- og gjeldsandel	68
Formel 12 - 9.1 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde.).....	74
Formel 13 - 9.2 Netto driftseiendeler	75
Formel 14 - 9.3 Netto driftsresultat.....	75
Formel 15 - 9.4 Netto finansiell gjeld.....	76
Formel 16 - 9.5 Netto finanskostnad.....	78
Formel 17 - 9.6 Netto finansinntekt	78
Formel 18 - 9.8 Netto betalt utbytte.....	80
Formel 19 - 9.9 Fastsetting av egenkapitalen	81
Formel 20 - 10.1 Netto driftskrav	85
Formel 21 - 11.1 Fri kontantstrømmodell.....	87
Formel 22 - 11.2 Residualinntektsmodellen	88
Formel 23 - 12.1 Pris/fortjeneste multiplikator.....	95

Formel 24 - 12.2 Pris / Bok multiplikator.....	95
Formel 25 - 12.3 EV / EBIT multiplikator	96
Formel 26 - 12.4 EV/Kilo multiplikator	97

Refleksjonsnotat Andreas Munch Aanonsen

I oppgaven vår har vi skrevet om verdsettelse og foretatt en fundamental analyse av oppdrettsselskapet Marine Harvest. Hovedformålet med oppgaven var å finne virkelig verdi på selskapets aksje for å finne ut om aksjen var riktig priset på Oslo Børs. Marine Harvest driver med oppdrett av laks i land over hele verden og er verdens største leverandør av laks. Vi har i denne oppgaven gitt en kort presentasjon av selskapet samt bransjen den opererer i. Dette fører videre til den strategiske delen av oppgaven hvor vi bruker denne informasjonen til å analysere de strategiske elementene i bedriften og dens bransje. Deretter har vi foretatt en regnskapsanalyse av selskapets regnskapstall samt noen nøkkeltall fra konkurrenter i bransjen for å få et bedre bilde av selskapets regnskapsmessige og for å klargjøre tallmateriale for videre analyse og fremtidsprognoser. Hoveddelen og siste del av oppgaven er fremtidsregnskapet og selve verdsettelsen av aksjen. I vår oppgave har vi verdsatt aksjen til en pris som er betydelig over det aksjen er priset til på Oslo Børs da vi begynte på oppgaven.

Vår oppgave tar hovedsakelig for seg selskapet Marine Harvest som opererer på en global skala. Vi har i oppgaven sett på internasjonale krefter som skaper utfordringer og muligheter for selskapet. Eksempler på dette er handelsblokader som andre land setter opp og reguleringer fra internasjonale instanser som EU har stor innvirkning salg og oppdrett. Det politiske spillet er et konstant uromoment på oppdrettsselskapet. Reguleringer finnes også lokalt i landene som selskapet opererer i noe som det også må ta hensyn til. Markedet som Marine Harvest selger til er også stort sett utenfor Norge, noe som gjør at lakseprisen og etterspørselen av laks globalt er to momenter som har særdeles høy påvirkning på selskapet.

Når det kommer til innovasjon er oppdrettsbransjen en veldig innovativ bransje. Den er ung, og har på rimelig kort tid hatt en sterk opptur, mye på grunn av nyvinninger som har gjort lakseoppdrett mer kostnadsvennlig og ikke minst gitt muligheter som ikke var tilgjengelig før. Et område det jobbes mye med er lakselus og hvordan man skal takle denne trusselen som står for store tap av laks under oppdrett. Eksempler på dette er merder som kan ligge lenger ute på havet og senkes dypere enn vannoverflaten der det ikke er lakselus eller merder som er helt tette, slik som «The Egg», der merden egentlig er en konstruksjon som ligner på et egg der fisken svømmer rundt uten kontakt med miljøet rundt. Med helt tette merder som er sterkere konstruert, har man også løst problemet med rømning. I Norge er det også insentiver til å drive med innovasjon ettersom konsesjoner blir utstedt

til selskaper som kommer med innovasjoner som kan forbedre oppdrett, og da særlige miljømessige forbedringer.

Ansvar som ethvert selskap har er å drive etisk virksomhet og bidra til å bringe samfunnet fremover. Dette gjelder selvfølgelig også Marine Harvest. De har et ansvar for å drive etisk både med hensyn til naturen, nærmiljøet, de ansatte og til regnskapet. Dette er bare noen få eksempler på hvilket ansvar Marine Harvest har å opprettholde. Det miljømessige ansvaret er helt klart det mest fremtredende ettersom oppdrettens påvirkning på miljøet er hyppig debattert. Det kommer fram gjennom utallige artikler og innlegg og det er ingen tvil om at Marine Harvest har et stort ansvar for å drive så miljøvennlig som mulig. Økosystem er svært sårbar og det skal lite til for å sette systemet ut i balanse. Lakselus og oppdrettslaks som sprer seg til villbestanden har store konsekvenser for økosystemet i områder rundt og kan potensielt skape enda større ringvirkninger. Punktet over, innovasjon, vil være en stor faktor i å sikre en miljømessig god og bærekraftig oppdrett av laks i fremtiden.

Refleksjonsnotat Stian Teige

I løpet av mitt siste semesteret ved Universitetet i Agder, så har jeg arbeidet med masteroppgaven som omfatter verdivurdering av Marine Harvest. Forskningsspørsmålet har vært: «Hva er den fundamentale verdien av egenkapitalen til Marine Harvest per 31.12.2017».

Årsaken til at vi ønske å skrive verdivurdering av Marine Harvest er todel. For det første så hadde vi et ønske om å skrive en praktisk rette oppgave. Begge anså en kompleks verdivurdering av et stort og internasjonalt selskapet, sett med norske øye, som verdifull kunnskap og en viktig erfaring i bagasjen når vi skal ut i næringslivet. Etter som vi går master i regnskap og revisjon og i tillegg blir siviløkonom, så mener vi at en verdivurderingsoppgave ville være relevant for begge yrkesgruppene. Den andre årsaken til at Marine Harvest ble valgt, var at vi ønsket å skrive om laksesektoren. Dette med bakgrunnen av den historiske utvikling samt fremstillingen i media som at laks skal være et av Norges viktigste eksportvare når olje tar slutt. Vi var begge nysgjerrige på bransje og ønsket ett dypere innblikk. Etter som Marine Harvest er norsk, verdens største produsent av laks samt det eneste selskapet i sektoren med størst internasjonalt eksponeringen. Dette medbringer både fordeler og forpliktelser. Jeg vil ta utgangspunkt i behovet for global matproduksjon som fundamentet når jeg videre i dette notatet skal reflektere over de tre hjørnestein verdiene til handelshøyskolen: Internasjonalisering, innovasjon og ansvarlighet.

Internasjonalisering

Vi lever i en stadig mindre verden hvor globalisering har blitt ansett som en viktig faktor for å utvikle og opprettholde vår velferd. Et særling ansvar for rike land i vesten er å bidra til å løfte utviklingsland ut av fattigdom. Globaliserings trenden ser dessverre ut til å avta. Internasjonalt ser man dette med "Brexit" hvor Storbritannia ønsker seg ut av EU samarbeidet, mens kapitalismens hjemland USA er blitt en pådriver for innskrenkning av internasjonalhandels avtaler og større tollmurer.

Norge nyter i dag godt av EØS-samarbeidet med EU, til tross for at vi har frastått å være fullverdig EU-medlem. I løpet av oppgaveskrivinger så hvor viktig EU er for det norske laksemarkedet, med tallene klare tale at 73 % av produksjonen bli solgt til EU. Hadde ikke Norge fått solgt denne laksen til EU så ville oppdrett bransje ikke vært en skygge av seg selv. Det ville så klart vært småproduksjon, men oppdrettsnæringen nyter godt av stordriftsfordeler, så lønnsomheten ville falt

dramatisk. Tollsatsen til EU er i dag marginale 2 % og blir denne økt til en brøkdel av det nivået tollnivået Norge har satt for import av landbruks produkter, så ville hele bransje vært ulønnsom. Dette burde være en tanke til etterfølge for Norge som en lite åpen økonomi.

Ansvarlighet

Det kan argumentere for at Norge bør beskytte sitt indre markedet av økonomiske årsaker for å sikre norsk produksjon, profitt, arbeidsplasser og derav finansiering av velferdsstaten. Men som verdens rikeste land medfølger det ansvar for vår medmennesker. Norge har en raus bistandspolitikk, men bistand har sine kortsiktige begrensninger og bidra til det u-land trenger, nemlig stabil og bærekraftig økonomisk utvikling. Kombinasjonen verdens rikeste land og liten åpen økonomi burde summeres seg til at Norge burde være en forkjemper for internasjonale handel. Dette av både egosentriske årsaker som sikre oss de produktene/tjeneste som vi ikke har kapasitet til å produsere selv, men også av moralske grunner for å bidra til økonomisk vekst hos u-land. Allikevel har Norge enorme tollmurer på landbruksartikler. Man kan jo bare undre hvordan det føles for en fattig afghansk bonde at oljenasjonen Norge først substituerer overproduksjon av fårekjøtt for å så dumpe kjøttet til spottpriser ingen kan konkurrere med. En annen tanke er jo hvordan disse ressursene kunne vært brukt annerledes for en bedre verden.

Innovasjon

Innovasjon bringer verden videre. Behovet for fremtidig økt matproduksjon er ikke forenlig med behovet for reduksjon av klimagasser og miljøavtrykk. Det er derfor behov for mer innovative produksjonsmetoder, som sikrer både økt matproduksjon samtidig som det ikke øker miljøutfordringene. Marine Harvest kjenner sin besøkstid her og er en av flere aktører i bransje som invester betydelige summer for alternative produksjonsmetoder. Dersom disse metodene som ente innebærer lukkede anlegge eller produksjon i åpen farvann lykkes, vil de økonomiske og miljømessige gevinstene være betydelige. Det vil da være mulig å øke produksjonen betydelig uten at det går på bekostning av miljøet. Grunnleggende økonomisk teori tilsier at spottprisen for laks vil falle, noe som fra et globalt perspektiv vil være positivt, da en større andel av verdensbefolkningen vil få råd til et sunt og miljøvennlig proteinkilde. Det skal blir spennende å følge utviklingen fremover.